

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

На правах рукопису

РЕКУНЕНКО ІГОР ІВАНОВИЧ

УДК [336.76:338.49](477)

**ФОРМУВАННЯ ТА РОЗВИТОК ІНФРАСТРУКТУРИ
ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Науковий консультант:
доктор економічних наук, професор
Шкільник Інна Олександрівна

Суми – 2013

ЗМІСТ

ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ПОНЯТТЯ «ІНФРАСТРУКТУРА ФІНАНСОВОГО РИНКУ»	16
1.1 Сутність та види інфраструктури.....	16
1.2 Обґрунтування концептуальних підходів щодо визначення сутності та структуризації поняття «інфраструктура фінансового ринку».....	40
1.3 Функції, принципи та властивості інфраструктури фінансового ринку та їх особливості за економічних умов, що сформувалися в Україні.....	64
1.4 Визначення та характеристика основних структурних елементів інфраструктури фінансового ринку.....	80
Висновки до розділу 1.....	100
РОЗДІЛ 2. ФОРМУВАННЯ КОНЦЕПТУАЛЬНИХ ЗАСАД РОЗВИТКУ ТА РЕГУЛЮВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	103
2.1 Характеристика основних етапів розвитку грошового та кредитного ринків України.....	103
2.2 Характеристика основних етапів розвитку фондового ринку України.....	122
2.3 Організаційно-економічний механізм державного регулювання інфраструктури фінансового ринку України.....	142
2.4 Саморегулювання як один із видів системи правового регулювання фінансового ринку.....	172
Висновки до розділу 2.....	200
РОЗДІЛ 3. ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ЕЛЕМЕНТІВ В СИСТЕМІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ.....	204
3.1 Банки як провідні інфраструктурні суб'єкти фінансового ринку....	204

3.2 Особливості функціонування інфраструктурних посередників на фінансовому ринку.....	236
3.3 Специфіка депозитарної діяльності як облікової складової інфраструктури фінансового ринку.....	253
3.4 Значення розрахунково-клірингової діяльності в процесі укладання угод на фінансовому ринку.....	266
3.5 Особливості діяльності організаторів торгівлі на фінансовому ринку України.....	278
Висновки до розділу 3.....	298
РОЗДІЛ 4. НАУКОВО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ ПОКАЗНИКІВ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ.....	301
4.1 Значення рейтингу інфраструктурних суб'єктів при визначенні їх місця на фінансовому ринку.....	301
4.2 Науково-методичні підходи до побудови фондового індексу.....	320
4.3 Розробка системи індикаторів, що характеризують інфраструктуру фінансового ринку.....	338
Висновки до розділу 4.....	354
РОЗДІЛ 5. РОЗВИТОК КОНЦЕПТУАЛЬНИХ ЗАСАД ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ.....	358
5.1 Обґрунтування необхідності розробки стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку України.....	358
5.2 Характеристика матриці розвитку фінансового ринку на основі інформаційної та операційної ефективності.....	379
5.3 Визначення інформаційної ефективності фінансового ринку.....	402
5.4 Науково-методичний підхід щодо визначення інфраструктурної ефективності фінансового ринку.....	424
Висновки до розділу 5.....	440
ВИСНОВКИ.....	443
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	448
ДОДАТКИ.....	493

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Основною функцією, яку повинен виконувати фінансовий ринок, є забезпечення грошовим капіталом потреб економіки країни шляхом створення механізму акумулювання, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів між учасниками ринку.

Для виконання зазначеної функції, збільшення довіри населення та юридичних осіб повинна існувати та функціонувати розвинена інфраструктура фінансового ринку, яка налагоджує ефективні механізми взаємодії учасників ринку.

Створена в Україні інфраструктура фінансового ринку характеризується наявністю різних моделей торговельних систем, великою кількістю розрахунково-депозитарних організацій, слабкістю окремих її елементів, а також неповною сумісністю стандартів проведення операцій з різними інструментами, недосконалістю та недостатністю законодавчого забезпечення.

Таким чином, у контексті існування зазначених проблем, що наразі стримують розвиток інфраструктури фінансового ринку України, та вирішення яких передбачено Державною Програмою активізації розвитку економіки на 2013–2014 рр., Концепцією Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 рр., Програмою розвитку фондового ринку України на 2011–2015 рр., особливої актуальності набуває пошук ефективних форм, методів, механізмів та інструментів розвитку інфраструктури фінансового ринку України.

Серед зарубіжних дослідників, праці яких присвячені висвітленню питань та вирішенню проблем розвитку інфраструктури фінансового ринку, можна виділити: У. Батлера (W. Batler), Н. Бровкіну, А. Бута (A. Boot), Л. Дж. Гітмана (L. J. Gitman), А. Деміргук-Кунта (A. Demirguc-Kunt), М. Джонка (M. Jonk), А. Жінкіна, А. Журавлева, Р. Іохімсена (R. Jochimsen),

Ю. Колотова, П. Ланскова, Т. Манакову, Я. Міркіна, М. Москоу (M. Moskow), А. Пізенті (A. Pizenti), П. Розенштейн-Родана (P. Rosenstein-Rodan), Ф. Хайєка (F. Hayek), М. Фрідмана (M. Fridman), Р. Шварца (R. Schwartz) та ін.

Дослідженню проблем розвитку окремих складових інфраструктури фінансового ринку України приділяється значна увага у працях вітчизняних науковців, серед яких: І. О. Ахновська, О. В. Баула, І. В. Букресва, М. А. Гапонюк, О. М. Грабчук, У. Я. Грудзевич, І. І. Д'яконова, А. М. Желіхівська, Ф. О. Журавка, О. В. Копилова, В. В. Корнєєв, Г. В. Кравчук, З. Я. Лапішко, С. В. Львовчкін, О. М. Мозговий, С. В. Науменкова, В. М. Опарін, Б. І. Пшик, В. М. Федосов, І. О. Школьник та ін.

Незважаючи на значну кількість наукових робіт щодо теоретичних аспектів та практичних засад становлення та розвитку інфраструктури фінансового ринку, в економічній літературі дослідження питань інфраструктури фінансового ринку України, як єдиної цілісної системи, на різних етапах розвитку даного ринку не отримало належної уваги. Зважаючи на визначальну роль, яку відіграє інфраструктура на сучасному етапі розвитку фінансового ринку, вирішення наукової проблеми формування та розвитку інфраструктури фінансового ринку є актуальним та своєчасним.

Практичне значення наукового дослідження посилюється у посткризових умовах функціонування інфраструктури фінансового ринку, яка характеризується істотним рівнем невизначеності майбутніх тенденцій та відсутністю ключових індикаторів, що її характеризують.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження узгоджується з пріоритетними напрямками науково-дослідних робіт ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”. Пропозиції автора щодо необхідності розробки стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку України враховано при підготовці звіту за темою “Реформування фінансової системи

України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер державної реєстрації 0109U006782); висновки щодо особливостей ціноутворення на послуги інфраструктурних посередників на фінансовому ринку включені до звіту за темою “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності” (номер державної реєстрації 0102U006965); до науково-дослідної теми “Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу” (номер держ. реєстрації 0107U0123112) ввійшли питання стосовно діяльності банків на ринку міжнародних переказів; запропонований автором організаційно-економічний механізм державного регулювання інфраструктури фінансового ринку України внесено до звіту за темою “Адміністративно-правове регулювання фінансової та банківської діяльності в Україні” (номер держ. реєстрації 0112U001326).

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розробка теоретико-методологічних засад, науково-методичних та практичних рекомендацій щодо стратегічних напрямів розвитку інфраструктури фінансового ринку України у процесі загострення конкуренції та поширення глобалізації.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення таких завдань:

- уточнити сутність поняття інфраструктура фінансового ринку у взаємозв'язку із поняттями “інфраструктура”, “фінансова інфраструктура” та “інфраструктура ринку”;
- виокремити місце інфраструктури в системі взаємовідносин на фінансовому ринку;
- визначити та охарактеризувати основні структурні елементи інфраструктури фінансового ринку, виявити їх взаємозв'язок;
- охарактеризувати та здійснити порівняння основних етапів розвитку інфраструктури грошового, кредитного та фондового ринку як структурних елементів фінансового ринку;
- обґрунтувати організаційно-економічні засади розвитку системи державного регулювання інфраструктури фінансового ринку України;

- розробити пропозиції щодо посилення ролі саморегулювних організацій на вітчизняному фінансовому ринку;
- визначити місце банківських установ серед основних інфраструктурних учасників фінансового ринку, надати пропозиції щодо підвищення їх конкурентоспроможності;
- дослідити рівень розвитку інфраструктурних посередників, учасників депозитарної системи, організаторів торгівлі та стан розрахунково-клірингової діяльності з наданням пропозицій щодо підвищення ефективності їх діяльності;
- удосконалити науково-методичний підхід стосовно розрахунку фондового індексу;
- розробити методичні підходи до розрахунку системи показників, що характеризують розвиток інфраструктури фінансового ринку;
- розробити основні напрями стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку України відповідно до тенденцій розвитку світового фінансового ринку;
- розробити науково-методологічний підхід до визначення інформаційної та інфраструктурної ефективності фінансового ринку.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають між суб'єктами інфраструктури фінансового ринку.

Предметом дослідження є науково-методологічні засади та науково-методичне забезпечення формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку України.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертаційного дослідження складають фундаментальні положення теорії фінансів та фінансового посередництва, інвестування, а також наукові праці вітчизняних і зарубіжних вчених, які присвячені дослідженню проблем розвитку інфраструктури фінансового ринку та її елементів, їх впливу на розвиток фінансового ринку в цілому.

У процесі написання дисертаційної роботи залежно від її цілей і задач використовувалися наступні методи дослідження та аналізу економічних процесів: при обґрунтуванні категоріального апарату – метод наукової абстракції; при визначенні закономірностей розвитку інфраструктури фінансового ринку – методи аналізу та синтезу, індукції та дедукції; у процесі структуризації інфраструктурних елементів – системний підхід; при розгляді впливу інфраструктури на рівень розвитку фінансового ринку – порівняльний та статистичний аналіз; при обґрунтуванні напрямів розвитку інфраструктури фінансового ринку України під впливом глобалізаційних процесів у світовій фінансовій системі – методи порівняння, групувань, вибірок; при визначенні критеріїв інфраструктурної та інформаційної ефективності ринку – економіко-математичне моделювання.

Інформаційною базою дослідження є: законодавчі та нормативно-правові акти з питань розвитку фінансового ринку та окремих його сегментів, статистичні дані Державної служби статистики України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку та торгівлі України. Автором опрацьована та використана звітно-аналітична інформація міжнародних організацій, зокрема: Всесвітньої федерації бірж, Міжнародної асоціації бірж країн СНД, Міжнародної асоціації кастодіанів, Міжнародного валютного фонду, Європейської асоціації лізингодавців, міжнародного видання FTSE та ін. Проаналізовано монографічні дослідження та статті вітчизняних та зарубіжних авторів з проблематики дисертаційної роботи.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у вирішенні наукової проблеми формування теоретико-методологічних засад, методичного забезпечення та практичних рекомендацій щодо розвитку інфраструктури фінансового ринку.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

вперше:

- запропоновано стратегію нарощення ефективності розвитку фінансового ринку з урахуванням інформаційної та інфраструктурної ефективності, що передбачає систему заходів, спрямованих як на підвищення інфраструктурної або інформаційної ефективності, так і систему заходів, що сприятимуть зростанню такої ефективності одночасно;
- запропоновано науково-методичний підхід до визначення рівня інфраструктурної ефективності фінансового ринку на основі залежностей між рівнем розвитку фінансового ринку, складністю та багатофункціональністю інфраструктури фінансового ринку, встановленими формами взаємодії між клієнтами та інфраструктурними суб'єктами, що дозволяє інвесторам порівняти рівень розвинутості інфраструктури фінансового ринку для здійснення ефективних вкладень;
- розроблено систему індикаторів (індекс росту, індекс масштабу, інтегральний індекс активності професійних учасників ринку), що характеризують стан інфраструктури фінансового ринку та дають змогу визначити вплив інфраструктури на розвиток фінансового ринку за такими параметрами: рівень розвитку і якості інфраструктури фінансового ринку, рівень та інтенсивність використання інфраструктури фінансового ринку, вплив інфраструктури фінансового ринку на показники економічного, соціального та політичного розвитку країни;
- запропоновано науково-методичний підхід і алгоритм розрахунку індексу розвинутості інфраструктури фінансового ринку на основі використання таких груп показників: структурні показники (частка організованого ринку в грошовому еквіваленті, кількість інфраструктурних суб'єктів, наявність розвинутої системи обслуговування та оформлення біржових операцій, наявність Центрального депозитарію, наявність об'єднаної біржової системи); показники ринкової кон'юнктури (кількість

фінансових інструментів, представлених до торгів, обсяг виконаних угод, кількість рахунків власників цінних паперів, кількість облікових операцій на ринку, вартість укладення угоди (при угоді в 1 млн грн.); показники якості функціонування інфраструктури фінансового ринку (термін укладення біржової угоди, жорсткість державного регулювання, прозорість біржових операцій, цінність інформації (репрезентативність, актуальність, своєчасність, достатність) або інформаційна забезпеченість інфраструктури, рівень довіри до інфраструктури, кількість виявлених порушень у діяльності інфраструктурних суб'єктів, виконання фінансовими посередниками функцій інфраструктурних суб'єктів, що дозволяє виявити та проаналізувати рівень розвитку інфраструктури фінансового ринку України в порівнянні з іншими країнами;

- розроблено науково-методичний підхід до виявлення форми інформаційної ефективності фінансового ринку та встановлення шляхом аналізу динаміки показників середньозваженої відсоткової ставки міжбанківського ринку, середньозваженого курсу міжбанківського валютного ринку та індексу ПФТС, відповідності ціни фінансових активів наявній ринковій інформації, що дає змогу інвестору приймати рішення про доцільність проведення операцій з фінансовими активами;

удосконалено:

- структурування складових елементів інфраструктури фінансового ринку, яка на відміну від існуючих виокремлює I рівень – внутрішню інфраструктуру, що безпосередньо впливає на рух фінансових активів, в межах якої виділено матеріальну, технічну підсистему, підсистему інформаційного забезпечення та інституційну підсистему (торгова, облікова, регулятивна, інформаційна складова та складова посередництва), та II рівень – зовнішню інфраструктуру, що має опосередкований вплив на укладання угод з фінансовими активами, з інституційною підсистемою, що включає організаційну складову;

- науково-методологічні засади побудови моделі саморегулювання в Україні, що базуються на ефективній взаємодії Координаційної ради з питань регулювання фінансового ринку (НБУ, НКЦПФР, Нацкомфінпослуг) та Національного об'єднання саморегулювальних організацій (СРО) (спеціальних, регіональних), спільній розробці концепції розвитку фінансового ринку України та функціонуванні інформаційного порталу (загальнодоступної бази даних Єдиного інформаційного масиву). Це надасть можливість значно підвищити ефективність функціонування фінансового ринку України;

- науково-методичні засади щодо визначення рейтингу інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку з позиції задоволення потреб споживачів їх послуг. Отримані оцінки відображають загальний рівень розвитку не тільки оцінюваних суб'єктів, а й інфраструктури фінансового ринку в цілому;

- науково-методичний підхід до розрахунку фондових індексів, який, на відміну від існуючих, базується на основі ринкових цін ВВП-утворюючих компаній, що мають котирування на фондовій біржі, та відображає зв'язок фондового ринку з економічною активністю країни;

набули подальшого розвитку:

- наукові засади розмежування понять “фінансова інфраструктура” та “інфраструктура фінансового ринку”, відповідно до чого пропонується розуміти:

- фінансова інфраструктура – сукупність елементів (інститутів, установ, організацій, систем), що забезпечують та створюють умови для ефективного, прозорого, безперебійного, багаторівневого функціонування економіки в її динамічному розвитку, переміщення та розподіл потоків капіталів між її секторами та суб'єктами;
- інфраструктура фінансового ринку – сукупність елементів (інститутів, установ, організацій, технологій, норм, систем), що забезпечують, регулюють та створюють умови для ефективного, безперебійного,

багаторівневого функціонування фінансового ринку та взаємодії його суб'єктів на основі купівлі-продажу фінансових активів;

- визначення змісту поняття “фінансовий ринок”, під яким розуміється сукупність економічних відносин з приводу випуску, обігу, обліку та погашення фінансових активів між споживачами та постачальниками капіталу, з використанням інфраструктурного середовища, яке ґрунтується на методології системного підходу та відрізняється від існуючих врахуванням ролі інфраструктури;

- наукові засади періодизації основних етапів розвитку інфраструктури фінансового ринку шляхом узгодження етапів розвитку грошового, кредитного та фондового ринків, що дало змогу довести наявність десинхронізації в розвитку даних ринків та провідну роль банківських установ в розвитку інфраструктури фінансового ринку;

- підходи до реформування інфраструктури фінансового ринку шляхом виокремлення кастодіальної діяльності та створення об'єднаної біржової системи торгівлі на фінансовому ринку, що дозволить зменшити витрати емітентів та інвесторів, спростити доступ до облікової та торгової підсистем інфраструктури фінансового ринку, отримати більший спектр послуг, наданих інфраструктурними суб'єктами;

- наукові засади розробки стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку України, спрямованої на оптимізацію процесів функціонування інституційної складової фінансового ринку та підвищення ефективності здійснення операцій на даному ринку.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що основні наукові положення дисертаційного дослідження доведено до рівня методичних розробок і практичних рекомендацій, що у комплексі формують підґрунтя для підвищення ефективності функціонування суб'єктів інфраструктури фінансового ринку та вдосконалення її елементів.

Висновки та рекомендації дисертанта щодо вдосконалення організаційно-економічного механізму державного регулювання

інфраструктури фінансового ринку в цілому, а також наукові результати, отримані дисертантом щодо сформованої системи взаємопов'язаних параметрів ефективності державного регулювання інфраструктури фондового ринку в контексті державного регулювання самого ринку взяті до уваги Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (Центральний територіальний департамент) (довідка від 27.08.2013 № 01/6481); пропозиції щодо підвищення ефективності співпраці державного регулятора із саморегулювальними організаціями на ринку та запровадження Концепції розвитку фінансового ринку України використані Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (довідка від 06.08.2013 № 50/15/4-Д); Національний банк України (Сумське територіальне управління) взяв до уваги пропозиції автора щодо розробки стратегії розвитку ІФР України, зокрема стратегічних цілей підвищення ефективності розвитку фінансового ринку, а також стосовно системи розкриття інформації та створення Єдиного інформаційного порталу (довідка від 06.09.2013 № 07-019/2611).

Основні положення дисертації взяті до розгляду ТОВ “Кредитне Брокерське Агентство” стосовно запропонованого автором методичного підходу до ранжування значимості суб'єктів інфраструктури фінансового ринку для задоволення існуючих потреб споживачів фінансових послуг (довідка від 28.08.2013 № 551/13); пропозиції дисертанта щодо вдосконалення науково-методичного підходу для визначення ступеня ринкової ефективності використовує ТОВ “Український центральний контрагент” (довідка від 20.08.2013 № 459); визначення інфраструктурної ефективності ринку, яка залежить насамперед від ступеня розвитку інфраструктури фінансового ринку, а також встановлених форм взаємодії між клієнтами та інфраструктурними суб'єктами враховує ТОВ “Фондова компанія “Ініціатива” (довідка від 16.07.2013 № 154); ієрархію вимог учасників ринку до банківської діяльності та пропозиції щодо підвищення конкурентоспроможності на ринку

використовує у своїй діяльності ПАТ АБ “СТОЛИЧНИЙ” (довідка від 06.09.2013 № 01-10/1524).

Одержані дисертантом наукові результати використовуються у навчальному процесі ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України” при викладанні дисциплін: “Фінансовий ринок”, “Ринок фінансових послуг”, “Фінансове посередництво”, “Біржі та біржова діяльність” та “Діяльність банків на фінансових ринках” (акт від 05.03.2013).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, розробки, результати, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, отримані автором особисто і знайшли відображення в опублікованих працях. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використані лише ті ідеї та положення, які є результатом власної роботи здобувача. Особистий внесок у працях, опублікованих у співавторстві, вказано у списку публікацій.

Апробація результатів дисертації. Основні теоретичні та практичні положення дисертаційної роботи доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на наукових і науково-практичних конференціях, зокрема: Всеукраїнській науково-практичній конференції “Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України” (2009–2012 рр., м. Суми), Міжнародній науково-практичній конференції “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (2009–2012 р., м. Суми), V Міжнародній науково-практичній конференції “Найновітні наукові досягнення – 2009” (2009 р., м. Софія), Всеукраїнській науково-практичній конференції “Перспективи розвитку та шляхи вдосконалення фондового ринку” (2009, 2012 р., м. Сімферополь), Міжнародній науково-практичній конференції “Конкурентоспроможність та інноваційний розвиток України: проблеми науки та практики” (2009 р., м. Харків), XIV Міжнародній науково-практичній конференції “Фінанси України” (2010 р., м. Дніпропетровськ), Всеукраїнській науково-практичній конференції “Роль вищих навчальних

закладів у розвитку та популяризації фондового ринку України” (2012 р., м. Київ), II Міжнародній науково-практичній конференції “Фінансово-кредитний механізм в соціально-економічному розвитку країни” (2012 р., м. Макіївка), Міжнародній науково-практичній інтернет-конференції “Проблеми соціально-економічного розвитку підприємництва” (2012 р., м. Дніпропетровськ), XXI Міжнародній науково-практичній конференції “Теоретичні та практичні аспекти розвитку сучасної економіки” (2012 р., м. Львів) та ін.

Публікації. Основні наукові положення, висновки і результати дослідження опубліковано в 51 науковій праці загальним обсягом 72,59 друк. арк., з яких особисто автору належить 41,75 друк. арк., у тому числі 1 одноосібна монографія, розділи в 2 колективних монографіях, 25 статей у фахових наукових виданнях, 23 – в інших виданнях, 1 колективний підручник.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається із вступу, п’яти розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації – 535 сторінок, у т.ч. основного тексту 445 сторінок, 83 таблиці, 51 рисунок, 19 додатків, список літератури з 420 найменувань.

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ ПОНЯТТЯ «ІНФРАСТРУКТУРА ФІНАНСОВОГО РИНКУ»

1.1 Сутність та види інфраструктури

Розвиток економічної ситуації в країні, взаємовідносин між партнерами на будь-якому ринку істотно впливає на рівень забезпечення населення різноманітними товарами та послугами, а також ступінь задоволеності населення діяльністю виробників та сфери торгівлі.

При цьому слід враховувати, що така діяльність відбувається в суспільстві, що має певну структуру, елементами якої є торгівельні представники, посередники, бази, банки, рекламні агентства, біржі та ін. Від ступеня їх розвитку та узгодженості дій здебільшого залежить успіх зусиль підприємця, який працює у сфері виробництва, комерції чи фінансів. Своєчасно виявлені та змодельовані зміни в стані інфраструктури надають підприємцеві шансів уникнути ризику та перемогти в конкурентній боротьбі на певному ринку.

Функціонування економічної системи, її рівновага та динаміка забезпечуються діяльністю ринкових інститутів – спеціалізованих організацій, пов'язаних між собою і залежних одна від одної. Сукупність цих інститутів, що діють у межах особливих ринків і виконують певні функції, утворює інфраструктура ринкової економіки. Необхідно зазначити, що інфраструктура є обов'язковим компонентом будь-якої цілісної економічної системи і підсистеми [355].

В умовах командної економіки, для якої характерна директивна форма зв'язку між виробництвом і споживанням, роль таких інститутів виконували органи Держплану, різні міністерства та відомства. Рішення, які приймали центральні планові органи, доводилися через цілу мережу нижчестоящих, підпорядкованих організацій до безпосередніх виробників. Наявність такої

інфраструктури позбавляла виробників товарів всякого комерційного ризику, пов'язаного з конкурентними відносинами, гарантувала поставку ресурсів, необхідних для виконання плану, а потім і реалізацію продукції, закріплюючи споживачів готової продукції за виробниками. Одночасно така інфраструктура володіла цілим рядом недоліків, які можна визначити і як недоліки командної економіки.

Підприємства позбавлялися можливості і необхідності проявляти самостійність, шукати найефективніші шляхи вирішення господарських проблем. Багаторівневий характер планової інфраструктури вимагав узгодження всіх серйозних питань у вищестоящих інстанціях. Це знижувало оперативність ухвалення рішень. Тому планова інфраструктура, з одного боку, володіла стійкістю і стабільністю, але, з іншого, приводила до відсутності конкуренції, гнучкості і мобільності.

Формування у країні соціально-орієнтованої ринкової економіки, впровадження нових форм власності й господарювання, демонополізація й роздержавлення сфери обігу зумовили докорінну структурну перебудову економіки, новий підхід до розвитку її інфраструктурного комплексу. Цьому сприяє також вивчення досвіду розбудови економіки країн із розвинутими ринковими системами.

Новим видом інфраструктури є ринкова інфраструктура. З розвитком ринкового механізму в економіці країни з'являється необхідність створення спеціалізованих видів діяльності із задоволення потреб окремих ринків, організованої системи, що відображає попит і пропозицію. Поява ринку зумовила виникнення нових організацій, установ, що забезпечують його цивілізоване функціонування [134].

Необхідно відзначити, що інфраструктура зв'язує воедино всі галузі економіки, сприяючи її стабілізації, збалансованому розвитку. Недоліки в роботі об'єктів інфраструктури позначаються зазвичай на всій економіці.

Потрібно виділити специфічні ознаки інфраструктури. По-перше, інфраструктура – це сектор економіки загального призначення. По-друге, їй

властивий характер колективного споживання. По-третє, об'єкти інфраструктури капіталомісткі, вони вимагають крупних первинних інвестицій. У зв'язку з цим не можна чекати їх одночасного розвитку. По-четверте, галузі інфраструктури – це галузі, що довго окупаються. Нарешті, інфраструктура безпосередньо впливає на процес виробництва, хоча знаходиться за його технологічними межами. Коло інфраструктурних галузей змінюється, а отже, перелік галузей і об'єктів інфраструктури не може бути незмінним, жорстко регламентованим для всіх етапів економічного розвитку [197].

Одним із завдань даної роботи є дослідження сутності, значення та поняття “інфраструктура фінансового ринку”. Але складність вивчення та аналізу просторової організації інфраструктури фінансового ринку пов'язана з багатосегментністю останнього. Цей процес ускладнює відсутність однозначного трактування поняття “інфраструктура фінансового ринку”. Для чіткого розуміння даного поняття проаналізуємо методологічні підходи до трактування економічної сутності базових понять: “інфраструктура”, “ринкова інфраструктура”.

Роль інфраструктури ринку, її формування в економічній системі і можливості використання економічних інструментів при регулюванні економічного зростання країни належать до числа недостатньо розроблених питань, що пояснюється рядом причин.

По-перше, як уже відмічалось, в умовах адміністративно-командної системи інфраструктурі відводилася підлегла, другорядна роль серед пріоритетів розвитку окремих галузей і секторів економіки, через що і її наукове вивчення не могло бути визнане життєво важливим і необхідним.

По-друге, усвідомлення важливості інфраструктурного забезпечення ринкових реформ в Україні так і не досягло того рівня, при якому держава розглядає інфраструктурну політику як один із невід'ємних елементів політики ринкових реформ [224].

Світовий досвід теоретичних досліджень у сфері ринкової інфраструктури значно більше вітчизняного. Так, у зарубіжній економічній літературі склалися певні напрями дослідження проблем ринкової інфраструктури, які одержали назву концепцій ринкової інфраструктури (табл. 1.1).

Таблиця 1.1 – Порівняльна характеристика наукових підходів до дослідження ринкової інфраструктури

Концепції ринкової інфраструктури	Підходи до розуміння суті ринкової інфраструктури	Основні конструктивні ідеї, що містяться в концепції
Концепція накладних витрат	Ринкова інфраструктура – система загальних умов розвитку ринку, з метою створення сприятливого економічного клімату для функціонування приватного капіталу	Створення комплексу економічних умов для функціонування товарного обігу і розвитку комерційної діяльності
Інституційна концепція	Ринкова інфраструктура – система взаємодії агентів сфери обігу, що забезпечує торговельно-економічні зв'язки між виробництвом і споживанням	Вибір інституційних форм організації ринкової інфраструктури і формування механізму взаємодії ринкових інститутів
Концепція розподільна	Ринкова інфраструктура – сукупність видів діяльності, що забезпечують рух потоків товарів від виробника до споживачів	Вибір ефективних каналів руху товару та інфраструктури, що їх обслуговує, для різних типів ринків
Маркетингова концепція	Ринкова інфраструктура – сукупність видів діяльності, що сприяють реалізації товарів на ринку і формування нового попиту на товари і послуги	Формування ринкової інфраструктури, що обслуговує всю систему ринків, виходячи з пріоритетності інтересів споживача
Логістична концепція	Ринкова інфраструктура – система матеріально-технічних об'єктів та засобів, що обслуговують процеси фізичного переміщення товарів, а також інформаційні і фінансові потоки у сфері обігу, що опосередковують ці процеси	Рационалізація транспортно-складських процесів, матеріальних, фінансових та інформаційних потоків у сфері обігу

Джерело: узагальнено на основі [196]

Підхід до розуміння змісту ринкової інфраструктури, що розглядається в концепції накладних витрат, властивий більшості існуючих досліджень. Основні ідеї концепції накладних витрат знаходять віддзеркалення в роботах О. Б. Муханової, С. С. Голубевої, Л. Н. Добришиної, В. Н. Стаханова,

Т. Г. Зотової. Ринкова інфраструктура згідно з концепцією накладних витрат виступає як основа функціонування ефективної ринкової економіки в цілому, а її головною функцією є створення сприятливого клімату для функціонування приватного капіталу. Основним недоліком концепції накладних витрат, на нашу думку, є вузькість даних аспектів інфраструктури. Підвищена увага приділяється економіко-організаційному аспекту розвитку ринкової інфраструктури і меншою мірою стосується фінансових аспектів.

Ідеї розподільної концепції у різноманітних дослідженнях також набули велике поширення, їх можна зустріти в роботах С. С. Носової, Г. Г. Муфтієва, Р. С. Каренова. Згідно з розподільною концепцією головною задачею ринкової інфраструктури вважається доведення товарів від виробництва до споживачів, тобто обслуговування процесів обміну і руху товарів. При цьому інфраструктура розглядається як система каналів руху товару. Для розподільної концепції характерне переважання економіко-правового та економіко-організаційного аспектів, що дозволяє виявити основні закономірності взаємозв'язків і взаємозалежностей ринкової інфраструктури в економіці. Дана концепція, з нашої точки зору, якнайповніше відображає всі аспекти дослідження проблем інфраструктури, зокрема акцент робиться на функціональному, галузевому і просторовому аспектах організації товарного обігу. Звідси витікає і головний недолік концепції – звуження ролі ринкової інфраструктури в економіці до обслуговування процесів руху товару.

Основні ідеї інституційної концепції розглядаються в роботах В. П. Федько, В. А. Покровського, Т. М. Томіной, А. А. Говоріна. Фокусуючи увагу на сукупності економічних агентів сфери обігу, особлива увага надається економіко-правовим і організаційним функціям взаємодії суб'єктів ринку. З цієї позиції основною функцією ринкової інфраструктури вважається забезпечення економічних зв'язків суб'єктів ринку. Дослідження в рамках інституційної концепції ведуться в двох напрямках: по-перше, аналіз складу ринкової інфраструктури та її елементів, і, по-друге, дослідження

інституційної структури економічної системи в цілому, з виділенням інститутів ринкової інфраструктури, що визначають розвиток всього ринку.

Логістична концепція одержала свій розвиток з 60-х років ХХ ст. Концепція розглядає ринкову інфраструктуру як систему об'єктів, транспортних і технічних засобів, за допомогою яких забезпечується просування товарів на ринок. Спираючись в основному на матеріально-технічний аспект руху товару, логістична концепція не звертає увагу на проблему внутрішніх і зовнішніх взаємозв'язків. Це спотворює розуміння ринкової інфраструктури як єдиної системи.

Дослідження теоретичних концепцій суті і шляхів розвитку ринкової інфраструктури дозволяє зробити певні висновки. Кожна концепція визначається методологічним підходом до поняття суті ринкової інфраструктури. В основі кожного підходу, у свою чергу, лежать специфічні функції інфраструктури, які і визначають коло проблем (аспектів) дослідження. Таким чином, кожна концепція вносить своє певне значення в зміст поняття “ринкова інфраструктура”, трактуючи його по-своєму, що, з нашої точки зору, є наслідком багатогранності і багатоаспектності явища, яке вивчається [1].

У розвинутих економіках держава приділяє особливу увагу розвитку інфраструктури. У свою чергу, американський економіст П. Самуельсон зазначав, що держава свідомо робить інвестиції в інфраструктуру, оскільки ці інвестиції створюють “невідчутні вигоди, від яких не можна чекати грошових прибутків для приватних інвесторів”, бо “масштаби деяких із них дуже великі для обмежених ринків приватного капіталу, а інші скуповуватимуться протягом надто тривалого терміну, щоб приватні інвестори дуже ними зацікавилися” [298].

Суб'єкти ринку зазвичай готові брати участь у формуванні інфраструктурних систем, оскільки нерозвинутість або відсутність останніх істотно обмежує розвиток ринкових відносин, часто роблячи виробництво товарів або надання послуг неефективним.

Термін “інфраструктура” вперше був застосований у дослідженнях західних економістів. Існують різні підходи до тлумачення цього терміна. Один з них вказує на взаємозв’язок терміна “інфраструктура” з будівництвом, ототожнюючи її з фундаментом споруди, що зводиться, що відповідає буквальному перекладу латинських слів “infra” (під, нижче) і “structure” (будова, розташування) [130]. В іншому вказується на наявність витоків терміна у військовій справі, де він тлумачиться як комплекс споруд (комунікацій), що забезпечують успішні військові дії.

Всі дослідники визнають, що інфраструктура є обов’язковим компонентом будь-якої цілісної економічної системи, одночасно підкреслюючи багатоплановість даного терміна. З одного боку, він означає створення фундаментальних основ для виконання підприємствами своїх функцій; з іншого, є певними послугами, які надає виробничо-господарським одиницям спеціальний багатогалузевий комплекс, що забезпечує безперебійний і стійкий перебіг бізнес-процесів. Також, у 40-х роках ХХ ст. на заході під інфраструктурою стали розуміти сукупність галузей, що сприяють нормальному функціонуванню матеріального виробництва [101].

Одними з перших досліджень у теорії інфраструктури були роботи таких авторів, як А. Маршалл і Дж. Кларк, які розглядали категорію суспільного або соціального накладного капіталу, що формується в результаті різниці між суспільними витратами на створення товарів і витратами окремих підприємців.

Вперше термін “інфраструктура” в економічній літературі був використаний в роботах Х. Зінтера і П. Розенштейна-Родана [406]. Так, Х. Зінтер для позначення інфраструктури у сучасному розумінні використовує термін “суспільний накладний або допоміжний капітал”. П. Розенштейн-Родан визначає інфраструктуру як умови навколишнього суспільного середовища, необхідні для того, щоб приватна промисловість була в змозі зробити перший ривок. Поняття інфраструктури він відносить не

тільки до шосейних доріг, дамб і залізниць, але також до каналізації й інших підприємств комунального господарства.

Як вказує П. Самуельсон, уряд несе державні витрати з реалізації важливих проектів збільшення “суспільного допоміжного капіталу” (дороги, школи, лікарні, дамби для електростанцій і поглиблення річок, будівництво залізниць, поліпшення і збереження ґрунту), що є необхідною умовою для економічного зростання і розвитку країни. Участь держави в такого роду проектах пов’язана або із створенням невідчутних вигод, від яких не можна чекати грошових прибутків, або ці проекти непривабливі для інвесторів унаслідок тривалого терміну окупності, або їх масштаби дуже великі для ринків приватного капіталу [298].

Деякі інші точки зору дотримувався А. Пізенті, який стверджував, що “класичні капіталовкладення, яких вимагає від держави капіталізм, повинні мати своїм об’єктом “суспільні роботи”, тобто створення того комплексу умов, який нині іменують у світі “інфраструктурою” (дорожня мережа, транспортні засоби, землеустрій, фінансово-кредитні установи і т.д.). Ці роботи скорочують накладні витрати капіталістичних підприємств, тобто покращують економічне середовище, в якому ті діють, полегшуючи процес обігу капіталу...” [213].

Досить активно в науковій літературі обговорюється семантична відповідність слова “інфраструктура” економічному змісту. Зокрема, І. М. Маєргойз [152] вважає більш відповідним по суті і виконуваними функціями термін “загальнофондова база (територія)”, а такий дослідник інфраструктури, як доктор К. Мюллер-Бюлов [323], вважає, що сутнісний зміст категорії краще виражає термін “інфрасистема”.

Деякі вчені трактують семантику терміна “інфраструктура” як категорію, що означає “за межами будови” (М. А. Чернишов, О. Л. Новіков).

Важливо відзначити також і широкий спектр думок з приводу виробничих відносин, що розкривають суть категорії “інфраструктура”.

Згодом поняття інфраструктури стало розширятися у міру розвитку суспільного виробництва і продуктивних сил, акцент в дослідженнях зміщується у бік визначення складу елементів інфраструктури.

Узагальнюючи вітчизняні і зарубіжні дослідження в економічній літературі, ми виділили наступні методологічні підходи до визначення змісту категорії “інфраструктура”.

У першому підході – виробничому, розвиток якого відбувався під впливом марксистської теорії, повною мірою поняття “інфраструктура” не використовується, але застосовуються такі категорії, як “загальні умови суспільного процесу виробництва” і “загальні умови праці”.

К. Маркс вказує, що “...до засобів процесу праці відносять всі матеріальні умови, необхідні взагалі для того, щоб процес міг здійснюватися. Прямо вони не входять в нього, але без них він або зовсім неможливий, або може відбуватися лише в недосконалому вигляді”. Відповідно створені людиною умови в процесі виробничої діяльності і є інфраструктурою. Таким чином, інфраструктурними галузями є ті, які забезпечують умови ефективного розвитку і функціонування матеріального виробництва [302].

До даного підходу можна віднести і дослідження проведені А. Маршаллом, Дж. Кларком, П. Розенштейном-Роданом, які нами були описані вище.

Думку П. Розенштейна-Родана дещо доповнив Л. М. Кузьменко. З його точки зору, інфраструктура являє собою інтегральний елемент продуктивних сил, включаючи допоміжні, додаткові галузі, види виробництв, які обслуговують безпосередньо основне виробництво (виробнича інфраструктура), а також такі галузі, підгалузі невиробничої сфери, які опосередковано пов'язані з процесом виробництва (соціальна інфраструктура) [135]. До соціальної інфраструктури автор відносить освіту та культуру, охорону здоров'я, систему закладів відпочинку та туризму, готельні комплекси і т.д.

Багато вчених відзначають, що відмінною рисою інфраструктури є створення умов для нормального функціонування народного господарства. При цьому інфраструктурою може бути названий тільки комплекс галузей і видів діяльності, що мають єдине функціональне призначення і володіють певними загальними ознаками.

На сьогоднішній день, мало хто з сучасних вчених-економістів у визначенні інфраструктури дотримується цього підходу, про що свідчить проведений автором аналіз існуючих визначень у науковій і економічній літературі (додаток А).

Дещо пізніше в економічних колах почали розглядати інфраструктуру як комплекс галузей, що обслуговують матеріальне виробництво. Виробничі задачі інфраструктури вперше були виділені С. А. Хейнманом. Поняття “інфраструктура” закріпилося для позначення комплексу галузей господарства, що обслуговують промислове і сільськогосподарське виробництво [335].

Тому у другому підході, так званому “галузевому”, що сформувався під впливом неокейнсіанської теорії, інфраструктура розглядається як сукупність базових галузей, розвиток яких є необхідною умовою нормального функціонування приватного підприємництва і суспільства в цілому.

Підхід до категорії “інфраструктура” з позиції системи, що забезпечує умови функціонування підприємництва, представлений у роботах таких авторів і дослідників, як Д. Ашауер, В. Бюр, Р. Іохімсен, А. Льюїс, Б. Мільнер, Р. Нурксе, У. Ростоу, П. Самуельсон, А. Янгстон, Е. Алаєв, Ю. Блохін, Н. Некрасов, А. Пробс, В. Терентьев, С. Хейман, Л. Мельник, Р. Каренов, Є. Борисов, Б. Райзберг та ін.

Так, Р. Іохімсен [389] який першим дав системний опис інфраструктури, розглядає її як сукупність матеріальних (виробничих), інституційних, індивідуальних умов, доступних для економічних агентів, які сприяють зрівнюванню віддачі (доходу) від зіставних чинників при доцільному розміщенні ресурсів, що обумовлює інтеграцію і максимальний

рівень економічної активності. У матеріальну основу інфраструктури він включає, по-перше, основний і оборотний капітал в економіці (прибуткові активи, устаткування, оборотний капітал і т. д.), який забезпечує енергопостачання, транспортні послуги, телекомунікації; по-друге, структури з охорони природних ресурсів і транспорту; по-третє, будівлі і споруди державного управління, освіти, охорони здоров'я і соціального забезпечення.

І. К. Белявський говорить про інфраструктуру ринку як про сукупність допоміжних підгалузей і засобів, що організаційно і матеріально забезпечують основні ринкові процеси – взаємний пошук один одного продавцями і покупцями, рух товару, обмін товарів на гроші, а також господарсько-економічну і фінансову діяльність ринкових структур [14].

А. П. Голюков, Я. Б. Олійник, А. В. Степаненко розглядають інфраструктуру як сукупність галузей господарства, що обслуговують виробництво і населення. Особливістю інфраструктури є її “гнучкість”, що дозволяє їй швидко реагувати на зміни умов виробництва та життя населення. До певного рівня вона сприяє розвитку господарства, підвищенню його ефективності. Якщо цей рівень перевищує допустимий, то необхідно вдосконалювати інфраструктуру [44].

Третій підхід – “інституційний”, сформувався під впливом неінституціональної теорії, яка пов'язує інфраструктуру з формуванням інституційного поля, тобто зі створенням інституту прав власності, контрактних відносин і зниженням трансакційних витрат взаємодії. Неінституційний підхід у вивченні інфраструктури представлений у роботах таких авторів, як О. Уїльямсон, Д. Норт, О. Хіршман, Р. Ріхтер, С. Мочерний, А. Гальчинський, В. Ключня, Р. Журавльова та ін.

Автори зосереджують увагу на вивченні інфраструктури ринку, елементами якої розглядають різні інститути, системи, служби і підприємства (товарні, фондові, валютні біржі, оптову і роздрібну торгівлю, аукціони, ярмарки, банки, страхові та інвестиційні компанії і т. д.), що

обслуговують ринок і виконують певні функції із забезпечення нормального режиму його функціонування [24, 70, 107, 183].

Інститути виступають свого роду накопичувачами інформації, використання якої дозволяє суб'єктам ринку раціоналізувати свою поведінку при ухваленні відповідних рішень. Таким чином, розвиток теорії інфраструктури в даний час привів до неоднозначного уявлення її складу і елементів [302].

А. М. Мороз визначає ринкову інфраструктуру як сукупність (в ідеальному випадку – комплекс) установ, організацій та інших суб'єктів сфери обігу, що забезпечують необхідні умови функціонування ринкової економіки у даній країні чи регіоні.

Ринкова інфраструктура, за Я. Комаринським, – це система установ і організацій (банків, бірж, страхових компаній, консультаційних та інформаційно-маркетингових фірм тощо), які забезпечують вільний рух товарів і послуг на ринку [115].

Звичним у визначеннях інфраструктури є те, що вона надає послуги, або обслуговує ринок, а не виробляє продукт у матеріально-речовій формі, тобто лише створює необхідні умови для його виробництва. За таким твердженням можна виділити четвертий підхід – “обслуговуючий”.

Дж. Ф. Рей пише, що під інфраструктурою, як правило, маються на увазі всі послуги, необхідні для створення сучасної економіки.

В. Н. Стаханов під інфраструктурою розуміє комплекс специфічних трудових процесів із надання послуг, що забезпечують обмін діяльністю в суспільному виробництві і житті людини [312].

Більшість вітчизняних вчених вважає, що спільне серед галузей інфраструктури “полягає у тому, що вони виробляють не матеріальну продукцію, а послуги” [1], тому інфраструктура є частиною сфери послуг. Діяльність інфраструктури має ряд істотних відмінностей від діяльності базисних галузей. Основною відмінністю є те, що продукт, створений в процесі функціонування інфраструктури, не має матеріально-речовинної

форми. Результат діяльності інфраструктури виступає у вигляді корисного ефекту, тобто є послугою. Такої точки зору дотримуються В. А. Галанов, А. І. Басов, І. Ф. Чернявський.

Також особливо слід відзначити точку зору В. П. Федько і Н. Г. Федько. Вони справедливо підкреслюють, що умови по відношенню до об'єкта можуть бути індиферентними і навіть негативними, тоді як інфраструктура активна, володіє позитивним характером дії на розміщення і функціонування промисловості і частіше за все виступає в ролі творчого і перетворюючого чинника для економіки. Це найбільш показово для країн з колишньою командно-адміністративною економікою в умовах становлення ринкових відносин, оскільки їх перехід до ринкової економіки трансформував сталі поняття “інфраструктура” в категорію “ринкова інфраструктура” [332].

Сучасні вітчизняні та зарубіжні вчені, конкретизуючи економічну природу інфраструктури, доходять висновку, що її найсуттєвішою ознакою в умовах ринкової економіки є роль у створенні загальних передумов відтворювального процесу та загальних умов росту суспільного виробництва і, відповідно, його прогресу [42].

Відповідно до цього можна виділити п'ятий підхід, так званий комплексний, де в поняття “інфраструктура” включають синтез декількох виділених автором підходів.

Автори А. Гриценко та В. Соболев включили у зміст поняття інфраструктури майже все, що якоюсь мірою може забезпечити успішний взаємозв'язок об'єктів і суб'єктів системи, у якій вона застосовується. Це може бути будь-яка система: і соціальна, і ринкова, і виробнича, і інвестиційна тощо. Тобто інфраструктура може мати різну спрямованість [38].

І. А. Бланк використовує поняття інвестиційної інфраструктури, що включає найбільш важливі галузі економіки, установи і засоби, що

безпосередньо забезпечують процес безперервного здійснення інвестицій [19].

Є. Б. Муханова зазначила, що ринкова інфраструктура – це єдина система, що складається із сегментів, що обслуговують різні типи ринків [186].

До таких точок зору приєдналися І. Зюкова, Г. Башнянин, К. Кривенко, Л. Ібрагімов, О. Сисоєва та ін.

Існують різноманітні визначення інфраструктури і окремих сегментів фінансового ринку. Цікавий підхід існує до визначення фондової інфраструктури як до “системи управління ризиками на фондовому ринку”. Такого специфічного трактування дотримується В. Овчинников [200], який розкриває поняття інфраструктури фондового ринку як “...глобальний інструмент захисту прав інвесторів від криз”.

Синтезом відразу декількох підходів можна вважати наступне достатньо об’ємне визначення, в якому “...під інфраструктурою ринку цінних паперів мається на увазі сукупність технологій, що використовуються на ринку для укладання і виконання операцій, матеріалізована в різних технічних засобах, інститутах (організаціях), нормах і правилах” [242].

Слід підкреслити, що вказані вище висновки вельми актуальні для трансформованої економіки України і можуть бути покладені в основу розробки стратегії розвитку ринкової інфраструктури як країни. Значна частина вітчизняних і зарубіжних дослідників, конкретизуючи економічну природу інфраструктури, виділяють як найбільш суттєву ознаку її роль у створенні загальних передумов відтворювального процесу та загальних умов зростання суспільного виробництва і прогресу.

На основі вищевикладеного на рисунку 1.1 надано систематизацію визначених нами підходів до трактування поняття “інфраструктура”.

Хоч у підходах до вивчення суті і стану інфраструктури у різних авторів є деякі розбіжності, однак всі визнають вирішальну роль ефективної інфраструктури на сучасному етапі становлення ринкової економіки в

Україні. Сумісність і взаємозалежність інфраструктурних ланок – логічний прояв функціонування вільного ринку. Виробничі і торговельні підприємства, фондові біржі, банки, бюджетні установи надають ринковій системі організованої завершеності, об’єднують виробників і споживачів у спільний господарський процес. Сучасні реалії показують, що учасником цього процесу може стати будь-хто, але відчутного результату досягає той, хто здатний обрати правильну конкурентну стратегію [297].

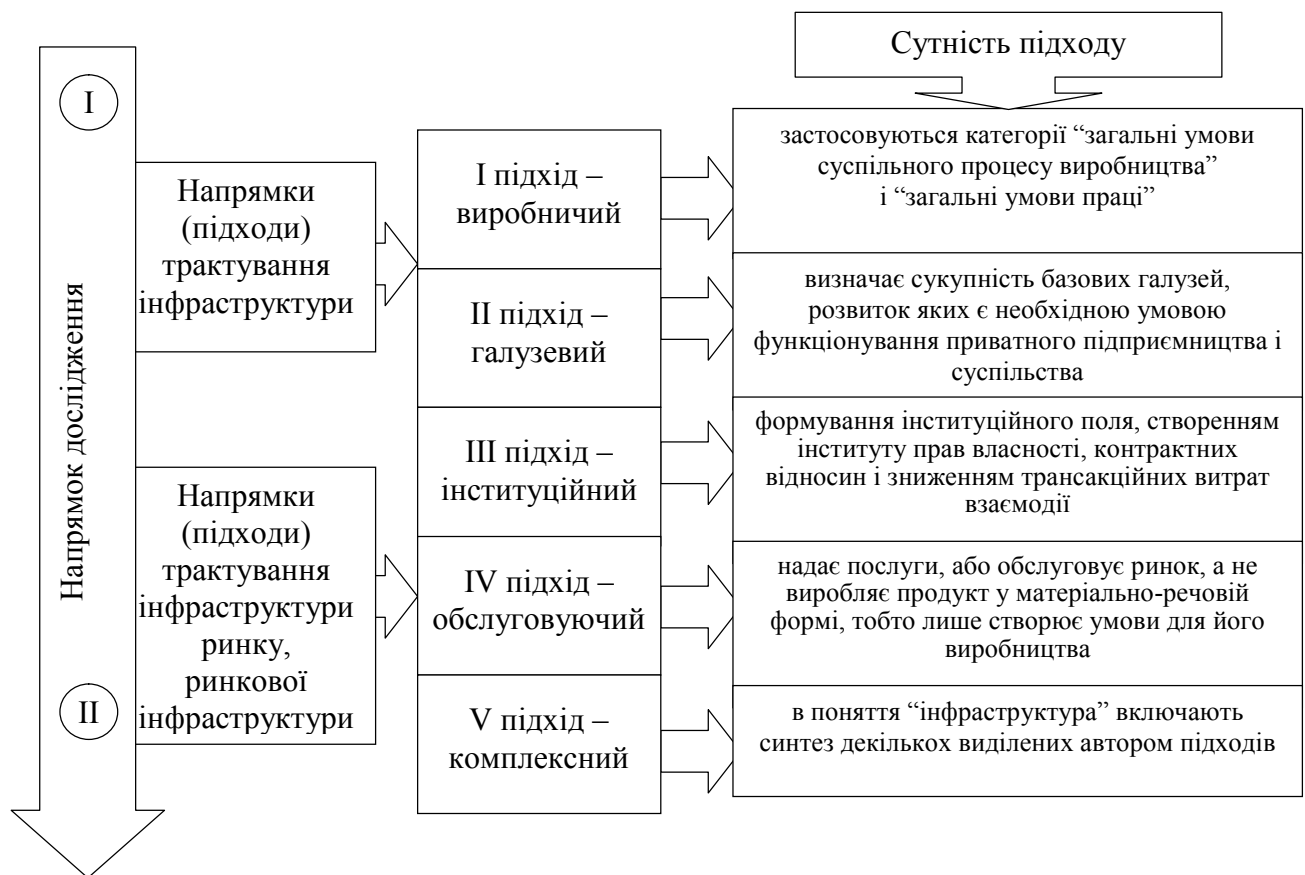


Рисунок 1.1 – Систематизація визначених підходів до трактування поняття “інфраструктура” (авторська розробка)

Не дивлячись на існуючу різноманітність підходів, ми вважаємо, що жоден з них не дає повної характеристики змісту категорії “інфраструктура”. Кожен з розглянутих підходів зачіпає тільки один аспект поняття “інфраструктура”, взаємовиключаючи інші. Це, з нашої точки зору, є не зовсім вірним. Інфраструктура в ринковій економіці може виступати в різних

формах: як комплекс підприємств і установ, як сукупність функцій, або ж як частина матеріально-технічного багатства. Тому ми пропонуємо використовувати комплексний підхід до визначення змісту інфраструктури.

Згідно з даним підходом під інфраструктурою необхідно розуміти сукупність елементів (інститутів, установ, організацій, технологій, норм, систем), що забезпечують, регулюють та створюють умови для нормального, безперебійного, багаторівневого існування господарських взаємозв'язків та взаємодії суб'єктів ринкової економіки та руху товарно-грошових потоків.

У працях українських вчених останніх років з'явилися цікаві здобутки щодо суті інфраструктури, розвитку її специфічних особливостей в умовах становлення ринкової економіки в нашій державі.

Вказані трактування інфраструктури та ринкової інфраструктури не можуть бути використані без попередніх серйозних обумовлень. По-перше, в сучасних умовах значення невиробничих галузей вже не можна зводити до виконання ними деяких допоміжних функцій, як наприклад, "обслуговування". У розвинутих країнах "третинний сектор" (сфера послуг у всій її багатоманітності) перетворюється у провідну сферу зайнятості.

По-друге, необхідно відійти від галузевого підходу, що зводиться до виділення головних і другорядних галузей. Ринкова інфраструктура може бути правильно зрозуміла і класифікована тільки на основі макроекономічного підходу, згідно з яким інфраструктура в ринковій економічній системі не обслуговує, а забезпечує нормальне функціонування всієї економіки.

По-третє, характеризуючи ринкову інфраструктуру, слід виходити з того, що на розвиток економіки впливають не тільки об'єктивні, але й суб'єктивні фактори, причому роль останніх у сучасних умовах зростає. Тому до складу інфраструктури слід включати не тільки матеріальні елементи [337].

У вирішенні питання про склад ринкової інфраструктури переважна частина дослідників сходиться на думці, що остання, як сфера народного

господарства, забезпечує процес функціонування суспільного виробництва і якісне формування працівника, а також життєдіяльність населення шляхом надання різного роду послуг, призначення яких полягає в обслуговуванні виробництва і населення. Ознакою послуг інфраструктури є їх утилітарність, тобто здатність і властивість служити засобом або умовою для здійснення іншої діяльності, яка виступає по відношенню до послуг інфраструктури як мета і сприяє досягненню останньої. З цього положення витікають два важливі висновки:

- інфраструктура не може існувати сама по собі без свого об'єкта обслуговування, в якості якого повинна обов'язково виступати будь-яка інша діяльність (виробнича, соціальна або інституційна);

- між інфраструктурою і об'єктом її обслуговування завжди повинен існувати причинно-наслідковий зв'язок, який дозволяв би визначати характер і вимірювати вплив на об'єкт, що обслуговується [323].

Крім того, ринкова інфраструктура виконує наступні цілі:

- зниження ступеня ризику завдяки різним видам страхування, аудиторській діяльності, консалтинговим, сертифікаційним послугам;

- прискорення оборотності оборотних коштів за рахунок брокерських і дилерських послуг, якісної і швидкої підбірки працівників і підрядників, застосування вдосконалених спеціальних засобів зв'язку. Одним із важливих чинників, що здійснює вирішальний вплив на швидкість обороту коштів, є швидка і безперебійна робота банківської системи;

- розвиток підприємств за рахунок емісії і розміщення цінних паперів, придбання цінних паперів, вдосконалення професійної підготовки і перепідготовки працівників, використання нових форм господарювання і управління;

- швидке доведення товарів і послуг до споживачів шляхом проведення маркетингових досліджень, застосування реклами та інших засобів просування продукції, використання прикладних дослідницьких робіт по вивченню попиту споживачів, місткості конкретних ринків [134].

Світова практика знає приклади активного втручання держави у функціонування галузей інфраструктури через їх низьку прибутковість і високу частку основного капіталу в структурі доходів (післявоєнна націоналізація в Західній Європі). Окрім цього, слабка привабливість окремих елементів інфраструктури обумовлена іммобільністю основного капіталу, нездатного швидко переміщатися в інші галузі у зв'язку з його територіальною розкиданістю і значною вартісною величиною. Нерозвинутість ринкової інфраструктури може викликати коливання ділової активності і різке, обвальне падіння цін акцій на фондовому ринку, що спостерігалось і в нашій країні.

Все вищесказане дозволяє зробити висновок: розвиток інфраструктури на будь-якому рівні економіки вимагає державного регулювання для створення загальних умов функціонування капіталу і повинен бути направлений на забезпечення результативного функціонування всіх елементів господарського комплексу.

Для забезпечення вказаних вимог необхідно визначити поелементний склад інфраструктури.

Визначення поелементного складу інфраструктури теж завжди було предметом активних дискусій у вітчизняній і світовій економічній літературі.

У класичному розгляді складу інфраструктури вітчизняними і зарубіжними вченими можна виділити два підходи: розширювальний і обмежувальний. Відповідно до першого підходу, ряд дослідників (А. Чернок, А. Картер, Д. Сіладі, Т. Семенкова та ін.) відносять до інфраструктури практично всі галузі невиробничої сфери національної економіки, пояснюючи це “нездійсненністю розмежування інфраструктури” і необхідністю розгляду її місця в економіці як єдиного і взаємообумовленого цілого (додаток Б).

Другий підхід обмежує склад галузевих елементів, що входять в інфраструктурний комплекс, навколо галузей, що забезпечують прискорення

процесу руху продукції та інформації, і включає зв'язок, транспорт, торгівлю у всіх її формах, дорожню мережу та ін.

Наведені погляди вітчизняних провідних фахівців, а також точки зору найвідоміших зарубіжних економістів свідчать про достатньо серйозні розбіжності в питаннях про суть, склад, галузеву приналежність окремих елементів інфраструктури.

Можливо, з практичної сторони питання поелементного складу інфраструктури і не є сьогодні актуальним, але з позицій методології дослідження інфраструктури – це одна з найважливіших проблем [323].

Залежно від рівня аналізу інфраструктуру можна розглядати на трьох рівнях: мікро-, мезо- і макрорівні (рис. 1.2).

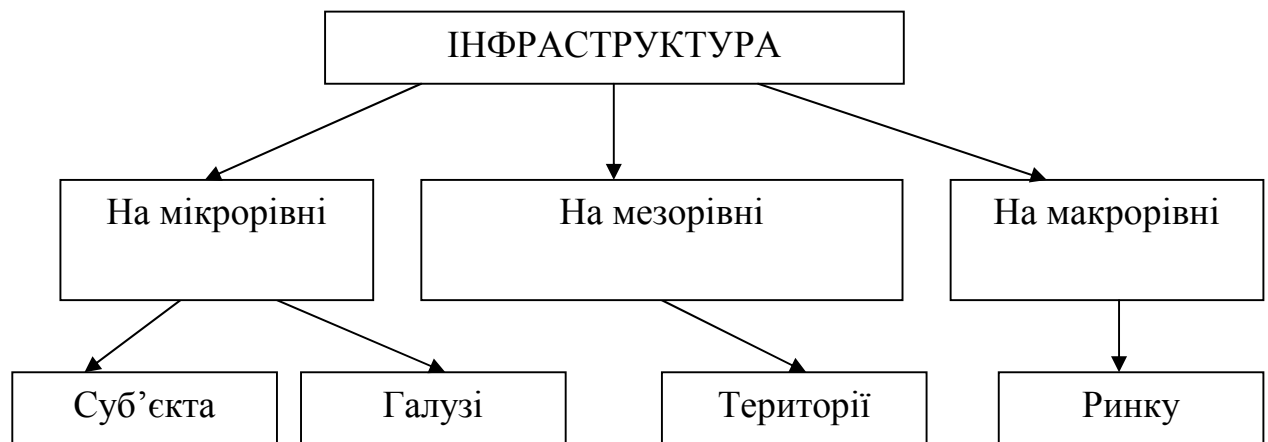


Рисунок 1.2 – Рівні інфраструктури (авторська розробка)

На мікрорівні інфраструктура є сукупністю інженерно-технічних споруд, необхідних для функціонування будь-якої фірми або галузі, незалежно від індивідуального технологічного процесу: будь це шоколадна фабрика чи автомобільний завод.

На мезорівні інфраструктура є сукупністю об'єктів або споруд, що обслуговують певну територію: республіка, край, область, місто, селище,

село. Це місцеві системи забезпечення електроенергією, водою, теплом, зв'язком, професійною і народною освітою, охороною здоров'я і т.д.

На макрорівні інфраструктура є сукупністю загальних економічних і соціальних умов, що забезпечують ефективний розвиток національної економіки і ринку в цілому.

В економічній літературі досить часто можна зустріти поняття “інфраструктура ринкової економіки”, “ринкова інфраструктура” та “інфраструктура ринку”. Незважаючи на те, що більшість вчених ототожнюють ці поняття, а лише автори Л. Мельник та С. Носова розглядають ці категорії окремо, ми вважаємо, що між цими поняттями існують концептуальні відмінності, що визначаються характером і обсягом обслуговування економічних відносин. Поняття ринкової інфраструктури характерне тільки для вітчизняної економіки. Це обумовлено не відсутністю ринкової інфраструктури в зарубіжних країнах, а тим, що історично процеси формування інфраструктури там відбувалися поступово. Ринкова інфраструктура виступає як умова і передумова формування розвинутого ринку. Складаючись у міру розвитку ринкових відносин, в рамках відповідного господарського механізму, ринкова інфраструктура складала з ним єдине ціле, була його повноцінною і найважливішою складовою, виконувала необхідні для її становлення і розвитку функції за допомогою різних організаційних форм і структур.

Тому в зарубіжній економіці під ринком розуміється вся ринкова економічна система в цілому, а під “ринковою інфраструктурою” розуміється інфраструктура, властива ринковій економіці як такій. Виділення категорії “ринкова інфраструктура” підкреслює саме її ринковий характер. Це обумовлено тим, що можливе існування і неринкової інфраструктури, яка обслуговує взаєностосунки в економіці, що діє на основі планово-адміністративних принципів. У роботах вітчизняних учених поняття “інфраструктура ринкової економіки” і “ринкова інфраструктура” використовуються як тотожні, що співпадають за своїм змістом –

обслуговування функціонування економіки ринкового типу. Певні відмінності спостерігаються між поняттями “ринкова інфраструктура” і “інфраструктура ринку”. Основна різниця полягає у тому, що “ринкова інфраструктура” включає всі зв’язки між елементами економічної системи, заснованої на ринкових принципах, а “інфраструктура ринку” означає зв’язки ринку, узятото як особливу окрему економічну систему.

Отже, під інфраструктурою ринку ми маємо на увазі сукупність елементів (інститутів, установ, організацій, технологій, норм, систем), що забезпечують, регулюють та створюють умови для нормального, безперервного, багаторівневого функціонування ринку як особливої економічної системи, а також взаємодії його суб’єктів на основі купівлі-продажу товарів.

Оскільки в нашому дослідженні йдеться про інфраструктуру ринку, то, відповідно, необхідно виділити основні її завдання відповідно до видів (рис. 1.3). Отже, інфраструктура на макрорівні поділяється на загальну та спеціалізовану.

Сучасне розуміння ринкової інфраструктури включає найважливіші блоки, що визначають ефективність функціонування економіки, зокрема виробничу, соціальну, інституційну, екологічну, фінансову та ін.

До організаційної та технологічної інфраструктури ринку належать товарні біржі й аукціони, торгові доми і торгові палати, холдингові й брокерські компанії, інформаційні центри та ярмарки, інжинірингові фірми, сервісні центри, пункти прокату й лізингу, державні інспекції, різного роду асоціації підприємців і споживачів, транспортні комунікації і засоби оперативного зв’язку. Деякі з цих установ покликані сприяти встановленню ділових контактів між підприємцями, надавати їм інформаційні, консультативні, розрахункові та інші послуги (ярмарки, біржі, виставки, центри), інші – беруть на себе функції загальної координації ринкових зв’язків, представляють інтереси своїх членів на регіональному, державному та міжнародному рівнях (асоціації, торгові й господарські палати), а окремі з

них являють собою спеціальні органи регулювання ринкових відносин (саморегулівні організації, служби щодо контролю за цінами і стандартами, страховий нагляд тощо).

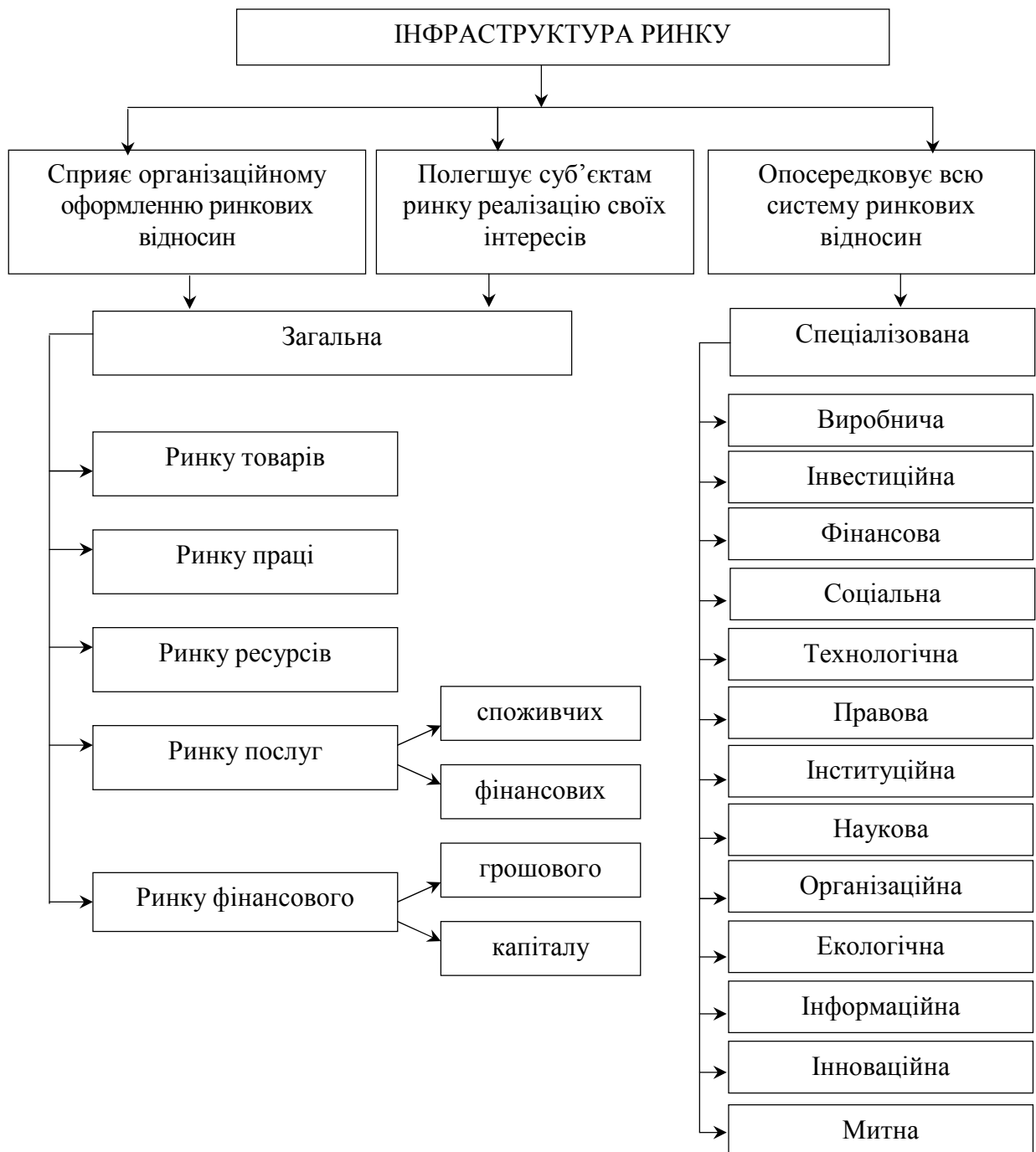


Рисунок 1.3 – Класифікація інфраструктури відповідно до її завдань (авторська розробка)

Інвестиційна інфраструктура – сукупність спеціалізованих елементів, що провадять інформаційне, технічне та інше забезпечення процесу функціонування інвестиційного ринку. До суб'єктів інвестиційної інфраструктури належать також біржі, депозитарії, розрахунково-клірингові установи тощо.

Фінансову інфраструктуру ринку утворюють елементи, які допомагають або здатні займатися мобілізацією тимчасово вільних грошових ресурсів, перетворювати їх у кредити, а потім і в капіталовкладення. До таких елементів належать банки, фондові й валютні біржі, страхові та інвестиційні компанії, фонди профспілок та інших громадських організацій. На практиці застосовується безліч варіантів прибуткового використання цих коштів, коли, наприклад, фонди громадських організацій передаються в позику комерційним банкам, інвестуються в акції тощо. В ринковій економіці кожна гривня, долар чи євро повсякчас має працювати, перебувати в обігу, приносити прибуток. Фінансова інфраструктура саме й забезпечує вирішення цієї проблеми.

Наукова інфраструктура ринку включає в себе наукові інститути з вивчення ринкових проблем, інформаційно-консультативні фірми, аудиторські організації, спеціальні навчальні заклади. Інститути та організації, що утворюють цю інфраструктуру, вивчають динаміку ринкової ситуації, займаються розробкою стратегії і тактики поведінки підприємств на ринку, прогнозів для уряду і підприємців, моделюванням наслідків тих чи інших рішень, наданням консультацій, улагодженням конфліктів між партнерами, підготовкою економістів, менеджерів та фахівців з маркетингу.

Правова інфраструктура являє собою правове забезпечення, комплекс нормативно-правових актів та суб'єктів ринку, що визначають умови створення і діяльності суб'єктів ринкових відносин.

Виробнича інфраструктура – це сукупність елементів, що обслуговують безпосередньо виробництво будь-якого продукту або надання послуги: інформатика, енергетика, транспорт всіх видів, зв'язок і т.д.

Соціальна інфраструктура – сукупність елементів, що забезпечують матеріальні, культурно-побутові умови для розміщення і нормальної життєдіяльності населення: житлово-комунальне господарство, освіта, охорона здоров'я, соціальне забезпечення і т.д.

Екологічна інфраструктура представлена елементами, призначеними для охорони, відтворення і поліпшення навколишнього природного середовища.

До інформаційної інфраструктури належать сукупність елементів, що надають довідкову, патентну, кон'юнктурну, аналітичну, технічну і рекламну інформацію.

Інституційна інфраструктура є сукупністю інститутів, необхідних для управління економікою і суспільним життям. Це організації і установи законодавчої, судової і виконавчої влади, що забезпечують ефективні умови господарювання і повсякденного життя. За рівнем виконуваних управлінських функцій в системі суспільного відтворення вона є інституційною інфраструктурою суспільства, регіону, галузі, виробництва і т.д. Інституційна інфраструктура є складною системою різнорідних, але тісно взаємозв'язаних між собою елементів. Частина її установ безпосередньо управляє відтворювальним процесом, і в цьому значенні є суб'єктом управління суспільним виробництвом, інша – обслуговує сферу обігу. Особливе місце в ній займають установи фінансово-кредитної і банківської систем [323].

Інноваційна інфраструктура являє собою сукупність підприємств, організацій, установ, їх об'єднань, асоціацій будь-якої форми власності, що надають послуги із забезпечення інноваційної діяльності (фінансові, консалтингові, маркетингові, інформаційно-комунікативні, юридичні, освітні тощо). Інноваційна інфраструктура є своєрідним “поживним середовищем”, яке забезпечує сприятливий фон для взаємодії об'єктів інноваційної діяльності. Подібне середовище включає систему необхідних соціальних, юридичних, економічних, інформаційних та інших інститутів, що підтримують як інноваційну діяльність, так і самих новаторів.

Основними елементами інноваційної інфраструктури є державні інноваційні фінансово-кредитні установи, венчурні компанії та фонди, зони інтенсивного науково-технічного розвитку (технополіси), технологічні парки (технопарки), інноваційні центри (технологічні, регіональні, галузеві), інкубатори (інноваційні, технологічні, інноваційного бізнесу), консалтингові (консультаційні) фірми та ін.

Якщо про митну інфраструктуру, то вона являє собою певний цілісний комплекс, до якого входять митні органи, установи та організації, а також суб'єкти митних відносин, які забезпечують проходження митних формальностей шляхом надання різноманітних послуг в галузі митної справи (митні брокери, митні ліцензійні склади, митні перевізники, склади тимчасового зберігання, транспортно-експедиційні компанії, автотермінали, вантажні митні комплекси, автопорти).

Залежно від ступеня забезпеченості економіки інфраструктурою виділяють три її типи:

- випереджаючий, коли інфраструктурний потенціал більше, ніж виробничі й індивідуальні потреби;
- одночасний, або синхронний, коли ступінь розвитку інфраструктури відповідає потребам економіки;
- що запізнюється, коли ступінь насиченості інфраструктурними елементами відстає від потреб економіки [197].

1.2 Обґрунтування концептуальних підходів щодо визначення сутності та структуризації поняття «інфраструктура фінансового ринку»

Економіка має внутрішні стимули розвитку, одним з яких є ефективна інфраструктура. Фінансова система як частина економіки наповнює, структурує та забезпечує неперервність фінансових потоків у часовому та

просторовому вимірюванні, створює віртуальні потоки капіталів. Крім того, фінансова система спонукає до виникнення і розвитку притаманних їй елементів (гроші, грошовий ринок, ринок капіталів, кредитні відносини тощо) та інститутів, що утворюють об'єктну частину фінансової інфраструктури, і організовує роботу спеціалізованих своїх учасників (інституцій), що формують суб'єктний прошарок фінансової інфраструктури [86].

Ринкова економіка не може функціонувати без організаційно оформленої, ефективної інфраструктури фінансового ринку, що дає змогу полегшити учасникам ринкових відносин реалізацію своїх інтересів, підвищити оперативність і ефективність їх роботи, вдосконалити форми юридичного та економічного контролю [17].

Розглядаючи питання про значення інфраструктури в розвитку фінансового ринку, необхідно відзначити, що інфраструктура фінансового ринку не може існувати без самого ринку (це прямий зв'язок), хоча фінансовий ринок теоретично може існувати без інфраструктури, проте можна з впевненістю сказати, що в даному випадку це буде неефективний ринок [77].

Як нами уже зазначалося, у сучасній економічній науці не існує єдиного трактування як понять “інфраструктура”, “ринкова інфраструктура”, так і понять “фінансовий ринок”, “інфраструктура фінансового ринку”. Залежно від поставленої мети ці поняття трактуються ширше або вужче. Для повноцінного визначення сутності та значення поняття “інфраструктура фінансового ринку” необхідно розглянути питання відносно самого фінансового ринку. Але постає ще одна проблема в цьому питанні. В окремих випадках деякі науковці термін “інфраструктура фінансового ринку” вживають як синонім поняття “фінансова інфраструктура”.

Розглядаючи ці прогалини у визначеннях, потрібно звернутися до попереднього підрозділу і визначеної нами класифікації інфраструктури. За даною класифікацією можна побачити, що інфраструктура фінансового

ринку належить до так званої загальної інфраструктури, яка існує на макrorівні, тобто на конкретному ринку із своїми правилами і вимогами. А фінансова інфраструктура є спеціалізованою, і може застосовуватися до будь-якого виду загальної інфраструктури. Тобто фінансова інфраструктура трактується як вид інфраструктури, притаманний ринковим мегаорганізаціям (країні, економіці), яка має обмежене коло функцій та параметрів, що її характеризують як обслуговуючу сферу.

Крім того, існує думка, але із значно меншою кількістю прихильників, щодо розгляду фінансової інфраструктури як певної самостійної сутності, що впливає із природи фінансової системи та взаємодії її складових.

Дефініцію “фінансова інфраструктура” на сьогоднішній день хоч і використовують в окремих випадках у науковій, навчальній та оглядовій літературі, але особливо широкого застосування і більш точного визначення вона ще не дістала, оскільки не представлена в жодному енциклопедичному виданні з економіки та фінансів. Вживання цього терміна окремими авторами мало випадковий характер, а також не супроводжувалося відповідними поясненнями та обґрунтуваннями. Це відбувалося переважно при розгляді фінансової системи, але в різних аспектах її трактування.

Розглядаючи різні підходи до трактування поняття фінансова інфраструктура, можна відзначити саме розмаїття думок стосовно даного питання. Західні вчені-економісти в переважній більшості у своїх роботах визначають фінансову інфраструктуру як співвідношення банківського сектора до фінансового ринку [371]. Також згідно з дослідженнями Європейського центрального банку фінансова інфраструктура виступає як “важливий детермінант ефективності та стабільності фінансової системи, а також шляхів реалізації монетарної політики” [385]. Існує думка, про що говорять і інші дослідження, що фінансова інфраструктура окрім інститутів також включає “фінансові технології та правила гри, що відзначають, як побудована фінансова активність у певний момент часу” [375].

Важливості та особливостям інфраструктури фінансового сектора немало уваги приділено С. В. Науменковою та С. В. Міщенко які у своїх дослідженнях підкреслюють, що вона повинна визначатися “стійкістю до впливу негативних факторів та забезпечувати виконання фінансовим сектором покладених на нього функцій”, а саме ефективний перерозподіл ресурсів у часі та просторі та управління фінансовими ризиками [189]. В той же час багато вітчизняних вчених виділяють так звану організаційну фінансову інфраструктуру, яка складається з управлінської, інституційної та обслуговуючої. Найбільший інтерес в умовах фінансової нестабільності викликає інституційна інфраструктура під якою розуміють “сукупність фінансових інститутів, які функціонують на фінансовому і ринку фінансових послуг, виконуючи функції з мобілізації, переміщення й інвестування грошових ресурсів” [151].

Т. М. Поливана у своїй роботі відзначає, що в умовах глобальної фінансової нестабільності особливого значення набуває саме розвиток і збалансованість інституційної фінансової інфраструктури, під якою слід розуміти співвідношення діяльності основних інститутів фінансової системи економіки – фінансових ринків та фінансових посередників. Дані інститути включають банківські установи, кредитні установи, страхові компанії, фондові ринки тощо [219].

Наприклад, деякі автори підручників з основ економічної теорії та основ фінансів виділяли у складі фінансової системи України фінансову інфраструктуру, з віднесенням до неї законодавчо-нормативного, науково-методичного і кадрового забезпечення, а також системи фінансових установ. З таким трактуванням не погоджуються автори роботи [151], думку яких ми підтримуємо хоча б тому, що виділені елементи за сутнісним змістом і призначенням є надто різними, щоб бути об'єднаними в одне ціле. При цьому зміст окремих складових (наприклад, кадрового забезпечення) має нефінансовий характер і належить до іншого виду спеціалізованої інфраструктури, такої як наукова.

Як зазначають у своїй праці С. Львовчкін, В. Опарін та В. Федосов, фінансова інфраструктура може характеризуватись у двох вимірах.

По-перше, саме в контексті розуміння фінансів як однієї з основоположних складових економічної інфраструктури фінансова інфраструктура являє собою сукупність елементів, за допомогою яких опосередковуються фінансові відносини (платежі, внески, відрахування, податки, збори, виплати, трансферти, інвестиції та ін.), на основі використання яких і забезпечується задоволення потреб суспільного відтворення. При цьому окремі елементи можуть розглядатися з позицій як забезпечення проведення фінансових операцій (розрахунків з бюджетом, взаємовідносин з банками, страховими компаніями, інституційними інвесторами тощо), так і здійснення на їх основі впливу одного суб'єкта на іншого. У цьому вимірі фінансова інфраструктура пов'язана з таким поняттям, як “фінансовий механізм”, – як би він не розглядався окремими авторами (чи то як сукупність форм фінансових відносин, чи то як сукупність інструментів впливу на темпи та пропорції соціально-економічного розвитку суспільства).

По-друге, фінансова інфраструктура цілком закономірно може розглядатись як сукупність різних елементів, які забезпечують функціонування фінансів як суспільного інституту в різних зрізах – інституційному, управлінському, інструментальному. З одного боку, фінанси є об'єктивним явищем. Без них у ринковій економіці (та й в адміністративній теж) процеси суспільного відтворення неможливі. З іншого боку, функціонування фінансів відбувається не автоматично саме по собі, а забезпечується відповідною інфраструктурою, що формується у кожній країні та на міжнародному рівні. Ця інфраструктура несе в собі суб'єктивну основу. Маючи загальні закономірності формування й розвитку, вона одночасно має свою специфіку в кожній країні – за складом, рівнем розвитку, структурними співвідношеннями, законодавчим регламентуванням та іншими ознаками. При цьому вона безперервно еволюціонує, постійно

з'являються нові фінансові інституції та інструменти, що забезпечують задоволення все нових і нових потреб громадян, підприємств, держави і міждержавних утворень [151].

В цілому обидва виміри фінансової інфраструктури тісно взаємозв'язані. Адже інфраструктура фінансової системи, забезпечуючи її функціонування, задовольняє і потреби суспільного виробництва. Інакше кажучи, фінансову інфраструктуру цілком аргументовано можна розглядати як єдине цілісне явище. Ми дотримуємося саме таких поглядів. Тому необхідно зазначити, що фінансова інфраструктура розвивалась як певний сектор з притаманними йому особливостями побудови, складним характером зв'язків між внутрішніми елементами та складовими, а також активною взаємодією із зовнішнім середовищем.

Розвинута фінансова інфраструктура може виступати каталізатором ринкових трансформацій, формувати траєкторію економічного, соціального, політичного та фінансового розвитку, визначати його темп, передбачати можливі негативні зміни у майбутньому та їх наслідки. Фінансова інфраструктура, діючи через об'єктно-суб'єктні структури, створює інфраструктурне середовище, ефективність дії якого визначається рівнем поєднання законодавчих, організаційних, наукових, комунікативних, облікових, міжнародних та інших її елементів [86].

У світовій фінансовій літературі можна виділити принаймні 4 основні теорії фінансової інфраструктури, які відрізняються у поглядах відносно розвитку тих чи інших інститутів фінансового сектора. Важливість у даному випадку визначається відносно впливу інституційної інфраструктури на економічне зростання. До цих теорій відносять теорії розвитку:

- 1) фінансових посередників;
- 2) фінансових ринків;
- 3) фінансових послуг;
- 4) законодавчої бази.

Основні ідеї даних теорій подано у таблиці 1.2.

Таблиця 1.2 – Основні ідеї теорій фінансової інфраструктури

Основні положення	Теорія			
	розвитку фінансових посередників	розвитку фінансових ринків	розвитку фінансових послуг	розвитку законодавчої бази
Ідеї	Підкреслює переваги фінансових посередників відносно фінансових ринків та недоліки останніх	Підкреслює переваги фінансових ринків відносно фінансових посередників та недоліки останніх	Основними є: не банки або ринки, а банки та ринки. Дані категорії не конкурують, а взаємодіють	Фінанси – сукупність контрактів, що визначається законодавчими правами та механізмами примусу
Центральна категорія	Фінансові посередники	Фінансові ринки	Фінансові послуги	Законодавча база
Фактор, що впливає на економічне зростання	Фінансові посередники/ринки (структура має значення)		Фінансовий розвиток в цілому (структура не має значення)	
Представники	Шумпетер, Штігліц, Бойд, Кінг, Прескот, Шульц, Лівайн, Раян, Зінгалес	Лівайн, Райфн, Холмстром, Тіроле, Бут, Янсен, Такор, Зінгалес	Мертон, Боді, Лівайн, Зервос, Деміргук-Кант	Ла Порта, Лопез-де-Сіланес, Вішни, Шляйфер

Джерело: узагальнено на основі [219]

Фінансова інфраструктура являє собою оболонку, що оточує ринки і пронизує усю низку відносин, що виникають у їх межах. Її можна визначити як сукупність елементів (інститутів, установ, організацій, систем), що забезпечують та створюють умови для нормального, прозорого, безперервного, багаторівневого функціонування економіки в її динамічному розвитку, переміщення та розподіл потоків капіталів між її секторами та суб'єктами.

Отже, фінансова інфраструктура є частиною практично всіх видів інфраструктури, у тому числі й інфраструктури ринку, що забезпечує нормальні умови відтворення фонду фінансових ресурсів у вигляді руху фінансових потоків. Вона об'єднує тільки ті інститути фінансово-кредитної системи, функціональна роль яких у суспільному виробництві полягає в

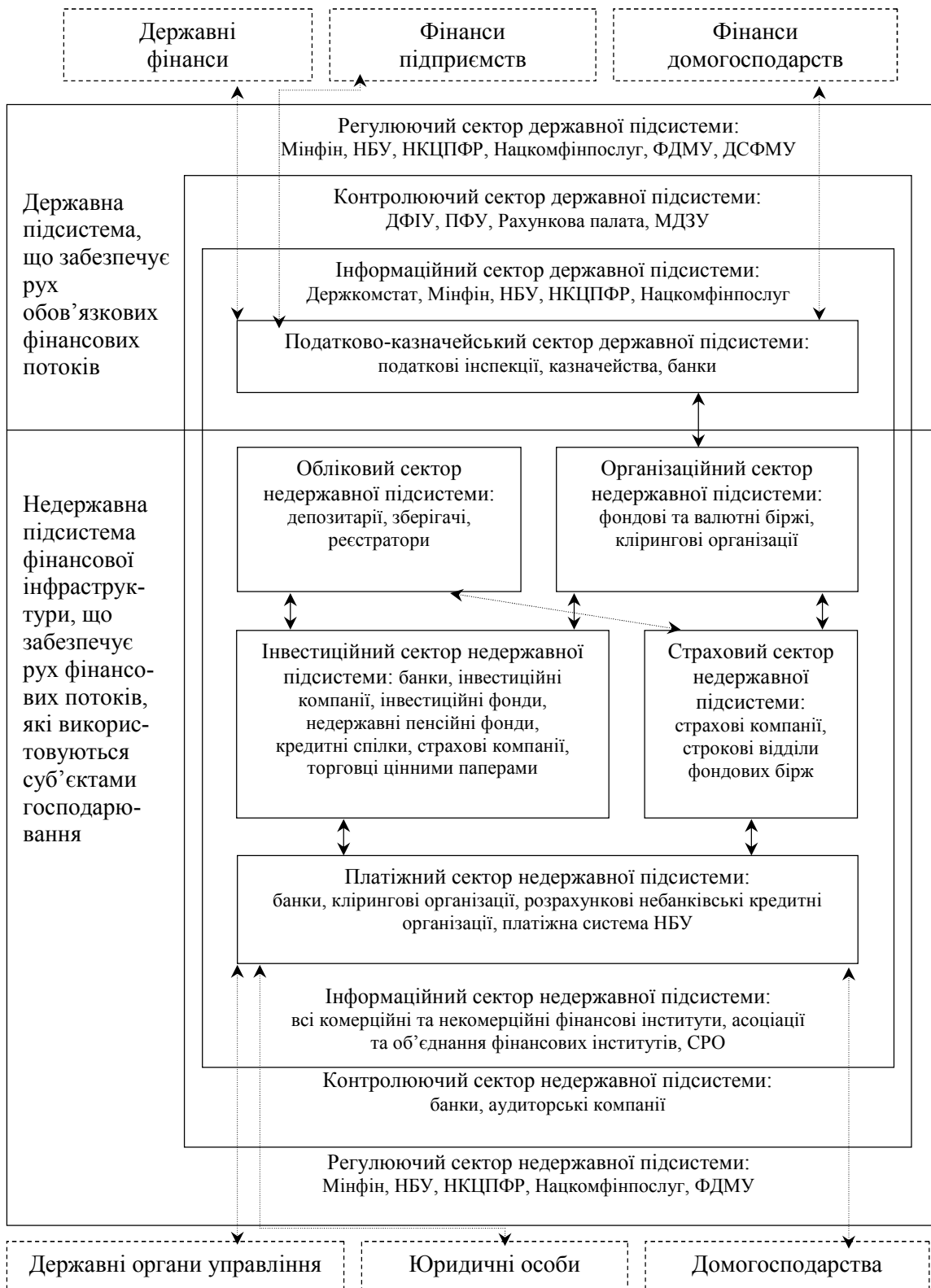
забезпеченні цього руху. Тобто фінансова інфраструктура є частиною як ринкової інфраструктури, так і фінансової системи в цілому [83].

З урахуванням вищевикладеного на рисунку 1.4 схематично зображено взаємозв'язки суб'єктів фінансової інфраструктури та її основні фінансові потоки.

Оскільки в даній роботі нами досліджується інфраструктура фінансового ринку, то необхідно також розглянути думки тих авторів, які ототожнюють поняття “фінансова інфраструктура” з поняттями “фінансовий ринок” або “інфраструктура фінансового ринку”.

В окремих випадках термін “фінансова інфраструктура” вживається при розгляді конкретної проблематики (наприклад, фінансової підтримки розвитку малого бізнесу). Автори роботи [136] вважають, що “найголовнішою проблемою створення й ефективного розвитку малих підприємств є брак коштів, надходження яких мало б забезпечуватися інфраструктурою фінансового ринку. Розвинута фінансова інфраструктура може мінімізувати вартість фінансових ресурсів, що у підсумку сприяє зменшенню вартості основних ресурсів виробництва”. Думку авторів стосовно фінансової підтримки розвитку малого бізнесу можна підтримати, але при цьому не можна не звернути увагу на деякі незгодженості у термінах. Відмічаємо, що в даній цитаті автори фактично розглядають фінансову інфраструктуру та інфраструктуру фінансового ринку як синоніми, а це, з нашої точки зору, є неправильною думкою, тому що інфраструктура фінансового ринку забезпечує його функціонування, а не потреби окремих суб'єктів.

Також існує думка, що фінансова інфраструктура – це одна з ключових сфер фінансів – фінансовий ринок і система органів управління фінансами [209]. Безумовно, подібне трактування має певний сенс, оскільки той самий фінансовий ринок являє собою своєрідну забезпечувальну (тобто певною мірою інфраструктурну) складову фінансів.



Умовні позначення: – сектори і підсистеми фінансової інфраструктури;
 - - - суб'єкти, що створюють фонд фінансових ресурсів та фінансові потоки;
 ↔ – фінансові потоки.

Рисунок 1.4 – Фінансова інфраструктура та її основні фінансові потоки (розроблено автором на основі [83])

Якщо інші їх складові забезпечують конкретні суспільні потреби (державні фінанси – реалізацію функцій держави; страхування – формування колективних страхових фондів на засадах солідарної відповідальності; фінанси суб'єктів господарювання – виробничий процес; фінанси домогосподарств – потреби громадян; міжнародні фінанси – світогосподарські зв'язки), то в цій сфері не відбувається ні продукування фінансових ресурсів, ні їх використання на конкретні потреби. Фінансовий ринок – це сфера торгівлі фінансовими активами. В цьому контексті інфраструктурою є не ринок сам по собі, а його професійні учасники, які, виконуючи певні функції та реалізуючи власні інтереси, одночасно забезпечують трансформацію заощаджень громадян і накопичень підприємств в інвестиції, а також спрямування ресурсів, яке сприяє належній ефективності їх використання. Але при цьому варто зазначити, що навряд чи правомірно об'єднувати загальним терміном “фінансова інфраструктура” різні речі: змістовне поняття “фінансовий ринок” (який з позицій економічної теорії є фінансовою категорією) та організаційну складову – органи управління фінансами [151].

Для більш повного розкриття сутності поняття “інфраструктура фінансового ринку” необхідно розглянути, що собою являє сам фінансовий ринок.

Так, деякі вітчизняні та зарубіжні економісти вважають, що фінансовий ринок – це система економічних відносин, яка забезпечує акумуляцію вільних коштів, перетворення їх на позичковий капітал і його перерозподіл між учасниками суспільного відтворення. Деякі автори визначають фінансовий ринок як сферу функціонування фінансово-кредитного механізму, а в його складі виділяють три взаємопов'язані ринки: цінних паперів, кредитів, валютний. Інші дослідники розглядають фінансовий ринок як сукупність банківського ринку, ринку цінних паперів і страхового. Крім широкого тлумачення цього поняття, існує вузький підхід, за яким фінансовий ринок ототожнюють з ринком капіталів, котрий, у свою чергу,

поділяють на два ринки – цінних паперів і середньо- та довгострокових банківських позичок [17].

Н. С. Рязанова розкриває зміст фінансового ринку через таке визначення: “Фінансовий ринок – це грошові відносини, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах”. І. А. Бланк зазначає, що “у найбільш загальному вигляді фінансовий ринок є ринком, на якому об’єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти і фінансові послуги”.

У розумінні А. А. Пересади “фінансовий інвестиційний ринок капіталу – це місце, де громадяни й організації, які хочуть взяти гроші в борг, зустрічаються з тими, у кого є зайві гроші”.

Серед значної кількості досліджень присвячених категорії “фінансовий ринок”, є і такі автори, які в своїх роботах неоднозначно підходять до даного поняття. Так, автор роботи [337] трактує поняття “фінансовий ринок” як “відносини між населенням, виробниками і державою щодо перерозподілу вільних грошових засобів на основі повної економічної самостійності, механізму саморегуляції ринкової економіки, внутрішньогалузевого і міжгалузевого переливу фінансових ресурсів”. В цьому ж підручнику існує наступне визначення фінансового ринку – це “вся система економічних відносин, що виникають між його прямими учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні послуги – фінансові послуги, пов’язані з процесом купівлі-продажу, розподілу та перерозподілу фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб’єктів національної, регіональної та світової економіки”. Тобто в даному випадку йде певне ототожнення фінансового ринку і ринку фінансових послуг. З цією думкою ми не можемо погодитися, адже це два різні ринки, які перетинаються у частині надання послуг на фінансовому ринку.

Найбільш повно сутність та визначення фінансового ринку було досліджено у своїй науковій роботі І. О. Школьник [353], де вона зазначає,

що фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням (домогосподарствами), суб'єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту та пропозиції.

Провівши аналіз літературних джерел вітчизняних та зарубіжних науковців, ми систематизували визначення фінансового ринку за основною ідеєю та об'єктом (табл. 1.3).

Таблиця 1.3 – Систематизація поняття “фінансовий ринок”

Класифікаційна ознака	Вид об'єкта	Автори
За об'єктом	Фінансові ресурси	І. В. Дорошенко [62]; Н. Ткаченко [322]; В. М. Опарін [202]; В. В. Михальський [172]; О. Д. Василик [29]; В. М. Іванов [82]; І. О. Школьник [353]; Б. А. Райзберг [244]
	Фінансові інструменти	В. В. Корнеєв [121]; Н. Ткаченко [322]; С. О. Маслова, О. А. Опалов [161]; О. І. Бланк [18]; В. В. Ковальов [108]; О. Ю. Смолянська [305]; В. В. Васильєва [30]; М. М. Буднік [25]
	Фінансові активи	О. І. Мертес [165]; Дж. Фабоцці, Е. Модільяні [376]; В. М. Шелудько [349]; В. В. Корнеєв, С. В. Глущенко [123]; В. В. Ковальов [108]
	Грошові ресурси	Ф. С. Мишкін [174]; Б. С. Івасів [52]; Э. Дж. Долан [60]
	Кошти (грошові кошти, гроші)	А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко [71]; В. М. Іванов [82]; О. М. Іваницька [87]
	Фінансові послуги	О. І. Бланк [18]
Ідея визначення	Купівля-продаж (механізм торгівлі)	І. В. Дорошенко [62]; О. І. Мертес [165]; В. М. Опарін [202]; В. М. Шелудько [349]; В. М. Іванов [82]; М. М. Буднік [25]; О. І. Бланк [18]; В. В. Ковальов [108]; О. Ю. Смолянська [305]
	Механізм перерозподілу	О. Д. Василик [29]; В. В. Корнеєв, С. В. Глущенко [123]; І. О. Школьник [353]
	Визначається попит і пропозиція	С. О. Маслова, О. А. Опалов [161]; В. В. Корнеєв, С. В. Глущенко [123]; В. М. Іванов [82]; О. М. Іваницька [87]; Б. А. Райзберг [244]; В. В. Васильєва [30]

Джерело: сформовано автором

Згідно з нашим дослідженням можна зробити висновок, що більшість авторів наукових робіт схиляються до думки, що об'єктом на фінансовому

ринку виступають або фінансові ресурси, або фінансові активи, або фінансові інструменти. Однозначної думки відносно цих понять немає не тільки в наукових та оглядових джерелах, а і навіть в законодавстві. Залежно від того, який нормативно-правовий документ трактує визначення “фінансові активи” та “фінансові інструменти”, можна про їх значення на фінансовому ринку.

У Законі України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” [237] фінансовий актив – це кошти, цінні папери, боргові зобов’язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів.

Трактування поняття “фінансові інструменти” дається у Законі України “Про цінні папери та фондовий ринок” [238]. Тому фінансові інструменти – це цінні папери, строкові контракти (ф’ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові, курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони).

З наданих двох визначень можна помітити, що поняття “фінансові активи” дещо ширше поняття і перелічені активи підходять до об’єктів фінансового ринку, а фінансові інструменти – це об’єкти, які використовуються на фондовому ринку.

Із проведеного нами дослідження стосовно сутності фінансового ринку випливає, що фінансовий ринок – це, перш за все, певні відносини серед суб’єктів ринку стосовно купівлі-продажу або розподілу і перерозподілу об’єкта на основі попиту та пропозиції.

Враховуючи тему дослідження, потрібно констатувати, що фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин з приводу випуску, обігу, обліку та погашення фінансових активів між споживачами та постачальниками капіталу, з використанням інфраструктурного середовища.

Дослідження і остаточне визначення структури фінансового ринку на сьогоднішній день є таким же проблематичним, як і поняття фінансового ринку. Тобто на сьогодні не існує єдиної точки зору щодо структури фінансового ринку країни, оскільки в різних роботах до складу фінансового ринку автори включають: ринок грошей, ринок цінних паперів, ринок капіталу, ринок фінансових послуг, валютний ринок, ринок золота, грошовий ринок, кредитний ринок та ін. Однозначно поділити фінансовий ринок на певні сегменти є досить складно, оскільки в процесі його функціонування активи одного сегмента можуть створювати базу для формування активів іншого сегмента ринку, який сприяє тісному взаємозв'язку та взаємопроникненню одного сегмента в інший.

Проаналізувавши основні підходи до визначення структури фінансового ринку (додаток В), можна дійти висновку, що фінансовий ринок має досить складну внутрішню структуру, певні складові якої можуть функціонувати самостійно, проте ринок досягає найбільшої ефективності, коли задіяні усі його складові. Усі складові фінансового ринку мають також свою внутрішню структуру й можуть поділятися на відповідні підрозділи, тобто сегменти ринку.

Необхідно зазначити, що вітчизняні і зарубіжні науковці в більшості випадків структурними елементами фінансового ринку вважають грошовий ринок та ринок капіталів.

За своєю сутністю ці два структурні елементи фінансового ринку в основному класифікують за терміном обігу фінансових активів, що можуть бути в обігу на ринку, тобто на грошовому ринку здійснюється короткострокове інвестування коштів. На цьому ринку обертаються фінансові активи, термін обігу яких не перевищує одного року: короткострокові казначейські зобов'язання, ощадні та депозитні сертифікати, векселі, різні види короткострокових облігацій тощо.

Ринок капіталів призначений для довгострокового інвестування коштів в основний капітал. На ринку капіталів надаються середньо- та довгострокові

кредити, перебувають в обігу середньо- та довгострокові боргові цінні папери, а також інструменти власності – акції, для яких термін обігу не встановлюється.

Слід зазначити, що в роботі В. М. Шелудько [349], окрім вище зазначеної сегментації фінансового ринку, є його поділ за різними класифікаційними ознаками, що, безперечно, розширює зміст фінансового ринку. Автор виділяє наступні елементи фінансового ринку: за умовами передачі фінансових ресурсів у користування, фінансовий ринок поділяють на ринок позикового і ринок акціонерного капіталу. На ринку позикового капіталу ресурси передаються на умовах позики на визначений термін та під процент за допомогою боргових цінних паперів або кредитних інструментів. На ринку акціонерного капіталу кошти вкладаються на невизначений термін. При цьому інвестор отримує право на частину прибутку у вигляді дивіденду, право власності на активи підприємства і повністю поділяє підприємницькі ризики з іншими акціонерами підприємства.

Значна частина авторів внутрішніми елементами грошового ринку виділяють обліковий, міжбанківський та валютний ринки, а ринку капіталів – ринок цінних паперів та кредитний ринок. На думку О. М. Іваницької, крім зазначених вище складових, окремо необхідно виділити строкові ринки, тобто ринки, які дозволяють клієнтам зменшити або хеджувати ризики [87].

Існує також думка, що у структурі фінансового ринку необхідно виділити і такі відомі сегменти, як ринок грошових коштів та окремою складовою – ринок золота і навіть страховий ринок. І, як зазначалося в одній із наших робіт, на нашу думку, таке виділення є не зовсім доцільним, оскільки монетарне золото включає в себе золоті монети, злитки та бруски з чистотою не нижче 995/1000, які належать інституційним одиницям, що виконують функції органів грошово-кредитного регулювання і входять до складу офіційних резервних активів держави, тобто в Україні золото належить Національному банку України. Відповідно, монетарне золото – це фінансовий актив, для якого відсутнє кореспондуюче зобов'язання з боку

іншої інституційної одиниці. І при цьому будь-яке інше золото, яке не відповідає монетарному, вважається нефінансовим активом і належить або до цінностей, або до запасів матеріальних оборотних коштів. На нашу думку, ринок золота не є сегментом фінансового ринку.

Що стосується страхового ринку, то це ринок, на якому відбуваються взаємовідносини з приводу надання певної послуги з паралельним продажем такого товару, як страховий поліс. Ми вважаємо, що даний ринок є складовою ринку фінансових послуг.

На наш погляд, для того щоб повно надати класифікацію фінансового ринку, необхідно виходити із товару, який є об'єктом фінансового ринку. Як було зазначено вище, товаром на фінансовому ринку є фінансові активи, а саме: валюта, кредити та позики, цінні папери, що включають в себе, по-перше, короткострокові цінні папери – векселі, облігації, казначейські зобов'язання, обігові депозитні сертифікати та, по-друге, середньо- та довгострокові цінні папери – облігації та реалізовані на ринку депозитарні розписки; акції та інші форми участі в капіталі; похідні фінансові інструменти, що включають у себе контракти форвардного типу та опціонні контракти [352].

Узагальнення різних підходів показує, що структуру фінансового ринку доцільно розглядати як сукупність взаємопов'язаних ринків валютного, кредитного та фондового (рис. 1.5). Причому жодна з цих складових не може бути самостійним інструментом ринкової економіки, вони тісно взаємодіють і переплітаються, оскільки об'єктивно існує процес переміщення капіталу між окремими ринками. Отже, коливання норми прибутку на одному з них зумовлює надходження вільних ресурсів на інші ринки або вплив їх, що, в свою чергу, сприяє розвитку певного сегмента фінансового ринку в цілому.

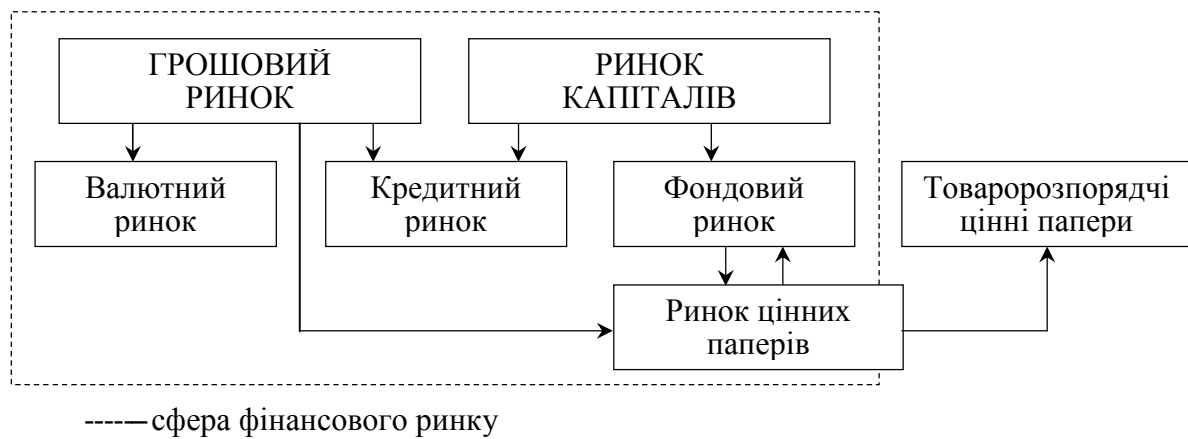


Рисунок 1.5 – Структура фінансового ринку (авторська розробка)

Незважаючи на об'єктивну єдність і взаємозв'язок окремих сегментів фінансового ринку, кожен з них має свою інфраструктуру, відповідну законодавчу і нормативну базу, свої особливості.

Якщо про такий термін, як “інфраструктура фінансового ринку”, то необхідно звернутися до класики наукової думки, перш за все, до однієї із робіт К. Маркса, який ще в другому томі “Капіталу”, розкриває поняття торгового посередника як особи, що знижує витрати обігу і тим самим збільшує ефективність товарного виробництва: “... можливо, що купець (розглядається тут просто як агент перетворення форми товарів, тільки як покупець і продавець) за допомогою своїх операцій скорочує для багатьох виробників той час, який вони витрачали на купівлю і продаж... У такому разі його можна розглядати як машину, що зменшує даремні витрати сили або допомагає вивільнити час для виробництва. Він працює так само, як будь-хто інший, але зміст його роботи такий, що він не створює ні вартості, ні продукту. Він приносить користь тим, що завдяки його діяльності менш значна частина робочої сили і робочого часу суспільства витрачається, на цю непродуктивну функцію...”. Тобто основний висновок К. Маркса в розрізі даної економічної категорії зводиться до наступного: “... при всіх обставинах, час, що витрачається на купівлю і продаж, є витратами обігу, який нічого не додає до здійснюючих своє перетворення вартостей. Це витрати, необхідні для того, щоб перетворити вартість з товарної форми в грошову форму.

Отже, існування капіталу у формі товарного капіталу і, значить, як товарний запас, створює витрати, які вважаються витратами обігу, оскільки вони не належать до сфери виробництва”.

З цих слів можна зробити висновок, що інфраструктура за допомогою своєї діяльності скорочує для учасників ринку час здійснення операцій і витрати з ними зв’язані – витрати обігу, тим самим звільняючи ресурси учасників ринку для ефективнішої роботи [69].

Висхідною тезою розгляду сутності інфраструктури фінансового ринку в даній роботі є покликання того, що інфраструктура фінансового ринку є частина (елемент, сегмент) структури ринкової системи. Можна з впевненістю відзначати те, що цей елемент є відносно самостійним, із своїм економічним змістом, який породжений і затребуваний системою фінансового ринку.

На основі проведених досліджень можна констатувати той факт, що інфраструктура, в тому числі і фінансового ринку реалізується як особливе економічне явище, виступаючи як сукупність певних елементів та специфічних видів діяльності суб’єктів господарювання (в основному професійних учасників ринку) на фінансовому ринку. Здійснюючи кожен свій вид діяльності, суб’єкти вступають у економічні відносини як між собою, так і з клієнтами (споживачами капіталу, інвесторами) і реалізація даних відносин здійснюється в процесі руху фінансових активів на фінансовому ринку. Саме обслуговування потоків фінансових активів з моменту створення (акумуляції) до моменту перетворення в інвестиції і є функціонування інфраструктури фінансового ринку.

Сферу фінансового ринку, де відбувається рух фінансових активів, ми розглядаємо як економічний простір існування інфраструктури даного ринку. Основною задачею інфраструктури фінансового ринку є допомога і обслуговування перетворення заощаджень в інвестиції, зниження ступеня інвестиційного ризику, а також реалізація механізму забезпечення процесу накопичення, мобілізації і переливу капіталу з метою його збільшення.

Головною метою інфраструктури фінансового ринку є забезпечення переливу капіталу, його накопичення, мобілізація, за допомогою чого і досягається економічне зростання. Економічні зв'язки між суб'єктами інфраструктури фінансового ринку об'єднують елементи інфраструктурної системи фінансового ринку, організовують її в єдиний механізм. Завдяки різноманітним зв'язкам вона стає рухомою, відкритою для взаємодії з іншими економічними системами.

Інфраструктура фінансового ринку має різне призначення. Її економічне призначення полягає в тому, щоб забезпечити національне господарство зв'язками, необхідними для успішної роботи відносно ізольованих суб'єктів фінансових відносин. Виконуючи цю функцію, інфраструктура фінансового ринку частково виконує ту координуючу роль, що раніше була властива народно-господарському плануванню.

Політичне призначення інфраструктури фінансового ринку полягає в створенні стабільно функціонуючого фінансового механізму народногосподарського комплексу держави, що оперативно реагує на непрямі керуючі впливи з боку державних установ. Крім того, державні підприємства й організації, що активно беруть участь у діяльності ринкової інфраструктури, визначають характер виробничих відносин і безпосередньо втілюють у життя заходи національної (у т.ч. регіональної) економічної політики.

Соціальне призначення інфраструктури фінансового ринку полягає в розширенні можливостей зайнятості населення і вільному виборі кожним членом суспільства бажаної участі у формуванні фінансових ресурсів підприємств, організацій і країни в цілому.

Слід відмітити, що інфраструктура фінансового ринку і структура ринкової системи мають загальні риси. Обидві вони є елементами економічної системи, що розкривають її зміст. Вони мають одну і ту ж задачу – акумулювати, перерозподіляти грошові кошти, направляти їх на ефективне використання. Але в той же час, як елемент однієї і тієї ж системи, вони є

різними, самостійними. Їх самостійність виявляється, перш за все, у тому, що вони мають різних суб'єктів.

Для того щоб розкрити сутність та зміст інфраструктури фінансового ринку недостатньо буде просто перелічити суб'єктів та основні види діяльності, якими вони займаються. Як нами уже відмічалось, інфраструктура – це не просто сукупність суб'єктів, як це іноді представлено в літературі. Це економічне явище, яке виступає як об'єднання специфічних елементів на ринку фінансових ресурсів в їх взаємодії, це відношення по залученню коштів та їх ефективному використанню. А сам ринок фінансових ресурсів і є тим середовищем, де і відбувається процес становлення інфраструктури. На рисунку 1.6 показано взаємодію суб'єктів фінансового ринку та виділено його інфраструктуру.

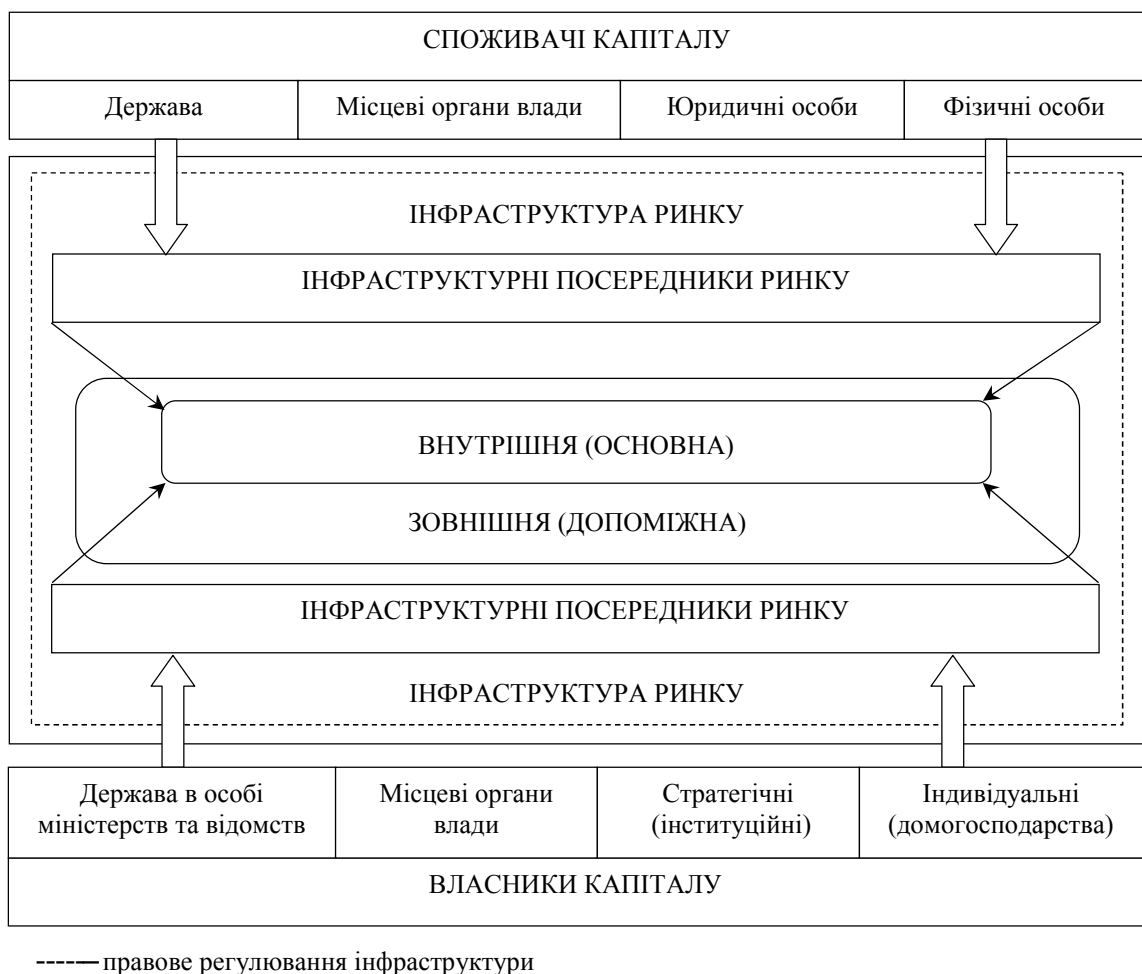


Рисунок 1.6 – Взаємодія суб'єктів фінансового ринку (авторська розробка)

Як видно з даного рисунку, із існуючих груп суб'єктів фінансового ринку, до інфраструктури входять всі ті, хто якимось чином прямо чи опосередковано обслуговує чи допомагає споживачам капіталу та інвесторам у здійсненні різноманітних операцій з фінансовими активами.

Становлення та розвиток інфраструктури фінансового ринку є економічним процесом, що включає, по-перше, придбання даною системою здатності реалізації своїх функцій, по-друге, створення організаційно-економічних основ функціонування системи. Придбання інфраструктурою фінансового ринку здатності реалізації своїх функцій включає вибір специфічних способів виразу властивих їй властивостей [158]. Дослідження функцій, властивостей та принципів функціонування інфраструктури фінансового ринку нами буде розглянуто в наступному підрозділі роботи.

Можна з впевненістю відмітити те, що інфраструктура фінансового ринку – це своєрідний цілісний механізм її організації, який виступає свого роду джерелом життєдіяльності системи фінансового ринку. Тому процес становлення інфраструктури фінансового ринку включає і становлення організаційних ознак її елементів (форм, методів, способів, інструментів).

Кожен із існуючих елементів виконує досить важливу і притаманну тільки йому роль в організаційному механізмі функціонування інфраструктури фінансового ринку. Їх розвиток і постійне вдосконалення означає процес становлення і розвитку організаційного механізму.

Враховуючи множинний поелементний склад організаційно-економічних основ функціонування інфраструктури фінансового ринку, можна про її багатоваріантність, рухливість, трансформацію, широкі економічні межі мінливості. Саме ці характеристики інфраструктури фінансового ринку дозволяють судити про становлення її на різних рівнях: державному, регіональному, місцевому. Результатом цього функціонування є становлення національної, регіональної та місцевої інфраструктури фінансового ринку.

Саме успіх становлення інфраструктурної системи фінансового ринку багато в чому залежить від результатів становлення таких механізмів на регіональному рівні. Становлення організаційно-економічних основ

функціонування інфраструктури на регіональному рівні вимагає перш за все використання принципів територіального розподілу на основі економічно обгрунтованої та несуперечливої в правовому відношенні моделі державного устрою України. При цьому важливе значення має питання про рівність або нерівність статусу регіонів у державі, особливо з урахуванням наростаючого розриву між ними в рівнях соціально-економічного розвитку, ресурсному потенціалі, фінансово-бюджетних можливостях і т. д. [158].

З урахуванням того, що не існує єдиного трактування сутності та самого поняття “інфраструктура фінансового ринку”, проведене нами дослідження дозволяє сформулювати наступне визначення інфраструктури фінансового ринку – це сукупність елементів (інститутів, установ, організацій, технологій, норм, систем, індикаторів), що забезпечують, регулюють та створюють умови для ефективного, безперебійного, багаторівневого функціонування фінансового ринку та взаємодії його суб’єктів на основі купівлі-продажу фінансових активів.

На основі проведених нами досліджень, на рисунку 1.7 зображено структурно-декомпозиційний аналіз категоріально-понятійного апарату дослідження.

Інфраструктурний аспект проблеми кредитного та інвестиційного ринку проявляється в тому, що банківська система не є єдиним джерелом забезпечення економіки грошовими коштами для довгострокового інвестування. Виходячи з усього вищевикладеного нами в роботі, можна дійти висновку, що інфраструктура фінансового ринку охоплює, перш за все, грошовий ринок, кредитний ринок та фондовий ринок. Тому всі три сегменти фінансового ринку мають неабиякий вплив один на одного, і недостатня ефективність одного активізує розвиток інших, що супроводжується доволі часто серйозними диспропорціями та виникненням небажаних тенденцій.



Рисунок 1.7 – Структурно-декомпозиційний аналіз категоріально-понятійного апарату дослідження інфраструктури фінансового ринку (авторська розробка)

Окрім банківської системи, велике значення в інфраструктурі фінансового ринку мають небанківські фінансово-кредитні установи. Особливо надається велика увага формуванню зовнішньої інфраструктури, зокрема інститутів страхового бізнесу з урахуванням досвіду розвитку і реальних потреб економіки.

Як уже зазначалося, інфраструктура фінансового ринку включає інфраструктуру фондового ринку. Фондовий ринок належить до тих сегментів ринкового механізму, які в умовах адміністративно-командної системи відсутні внаслідок непотрібності.

Особливістю інфраструктури фондового ринку є її багат шаровість. Це пояснюється, з одного боку, тим, що механізм державного регулювання цієї частини інфраструктури характеризується високим ступенем регламентації.

Одним із елементів цього механізму є вимога професійної спеціалізації учасників фондового ринку. Це означає, що більшості учасників фондового ринку заборонено займатися більш ніж одним із видів діяльності на ньому. Причому для заняття саме цим видом діяльності необхідний відповідний дозвіл Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР).

З іншого боку, необхідність розвитку фондового ринку як єдиного цілого породжує тенденцію до створення професійних об'єднань його учасників, а також інших інститутів, що безпосередньо не здійснюють професійно діяльність на ньому [224].

Поки кількість операцій із цінними паперами є незначною, підтримка інфраструктури фондового ринку обходиться дорого, а її розвиток стримується. В першу чергу, це стосується гарантій виконання укладених угод. Зростання числа операцій підвищує вимоги до швидкості і точності проведення операцій, що об'єктивно приводить до трансформації інфраструктури в самостійну підгалузь фінансового господарства [137].

Слід зауважити, що інфраструктура розвивається паралельно з розвитком фінансового ринку, зростанням кількості операцій на ньому, тому належним чином налагоджена система торгівлі, клірингу, розрахунків,

поставки і обліку різноманітних фінансових активів дозволить збільшити ефективність функціонування фінансового ринку шляхом зниження існуючих ризиків та некоректного виконання операцій.

Елементи інфраструктури фінансового ринку повинні забезпечувати максимальну ефективність і своєчасність виконання операцій, здійснюваних на ринку. Поряд із основною задачею, покладеною на інфраструктуру фінансового ринку, завдання її також полягає в тому, щоб дозволити кожному учаснику ринку приймати на себе ті ризики і в тих розмірах, які він визнає потрібним, припиняючи при цьому спроби перекласти свій ризик на когось іншого, не заплативши йому за це або не заручившись його згодою. Інфраструктура ринку приймає на себе певні види ризику (ціновий і фінансовий), за що і доводиться її утримувати (зменшення ризику разом з прибутковістю).

1.3 Функції, принципи та властивості інфраструктури фінансового ринку та їх особливості за економічних умов, що сформувалися в Україні

Інфраструктура ринку, як і сам фінансовий ринок, – динамічна система, функції і завдання якої безперервно розширюються і змінюються відповідно до основних тенденцій розвитку світових та національних фінансових ринків, змін настроїв і побажань основних суб'єктів ринку – споживачів капіталу та інвесторів. І все ж залишаються основні функції, які виконує інфраструктура фінансового ринку.

Функції (лат. *function* – виконання, звершення) взагалі – це спосіб прояву суті системи або її окремих підсистем. Існує цільова функція всієї системи, що виражає загальну спрямованість її розвитку, та інші важливі функції, що характеризують її існування і розвиток як єдиного цілого. В той

же час окремі підсистеми даної системи виконують свої специфічні функції, залежно від ієрархії їх взаємодії з системою в цілому та між собою. Система характеризується наявністю своїх об'єктів, суб'єктів і їх взаємодії, що забезпечує відтворення і розвиток системи. Якщо про функції системи, то можна сказати, що це прояв її сутності в дії, тобто вираження її суспільного призначення.

Значна різноманітність функцій ринкової інфраструктури призводить до найбільш повного розуміння її суті і ролі в ринковій економіці.

Для більш повного розуміння сутності та виділення функцій інфраструктури фінансового ринку необхідно також зупинитись і на функціях ринкової інфраструктури в цілому. В економічній літературі зустрічаються безліч точок зору з питання основних функцій, закріплюваних за ринковою інфраструктурою. Неоднорідність інститутів, що входять до складу інфраструктури, вносить велику різноманітність в число її функцій. Проте, на наш погляд, значна кількість наукових точок зору на дану проблему багато в чому пов'язана з відсутністю єдиного методологічного підходу до розуміння сутності ринкової інфраструктури. Існуючі розбіжності в трактуванні поняття "ринкова інфраструктура" обумовлюють різноманіття інфраструктурних функцій, що виділяють різні вчені у своїх дослідженнях. Так, якщо під ринковою інфраструктурою розуміється вся система обслуговування (сфера послуг), то до її функцій відносять надання послуг для виробництва і населення, а також здійснення соціально-економічних функцій, обумовлених потребами матеріального виробництва і населення. Якщо ж інфраструктура розглядається тільки як система виробничого обслуговування, тоді її основними функціями є надання виробничих послуг, створення загальних умов для виробництва і забезпечення його діяльності. У зв'язку з відсутністю певних досліджень вітчизняних вчених відносно функцій інфраструктури, у роботі в додатку Г надана порівняльна

характеристика точок зору російських економістів на функції інфраструктури [1].

Визначаючи функції інфраструктури, науковці у своїх працях підходять до цього питання з різних точок зору. Одні надають і називають їх у загальному вигляді, інші – розшифровуючи за своєю сутністю.

Суттєвою класифікаційною ознакою розподілу функцій є склад і характер послуг, які надають під час їх виконання. За цією ознакою А. С. Савощенко [297] виокремлює такі групи функцій:

- торговельно-посередницькі;
- посередницькі;
- інформаційні та організаційно-комерційні;
- виробничо-технологічні;
- транспортно-експедиторські (логістичні);
- орендні (лізингові);
- розрахунково-кредитні;
- страхові, аудиторські тощо.

Як зазначає автор вищенаведеної роботи, кожна з цих груп функцій передбачає конкретні види робіт, що їх виконують суб'єкти інфраструктури ринку.

За сучасних умов найбільша частка припадає на торговельно-посередницькі функції. До них зазвичай належать закупівля товарів у виробників та продаж їх споживачам; визначення попиту на товари й розміщення замовлень на їх виготовлення серед товаровиробників; закупівля товарів на замовлення споживачів; дрібнооптова та роздрібна торгівля; продаж товарів споживачеві у формі спеціально скомплектованих партій товару; продаж товарів та забезпечення ними споживачів за погодженим графіком тощо.

Суттєві особливості має виконання посередницьких функцій, тобто діяльність суб'єктів господарювання, які діють між двома іншими суб'єктами ринку, щодо встановлення між ними взаємозв'язку стосовно обміну товарами

або у вигляді інформаційно-комерційних послуг. Посередник здійснює зв'язок із виробником необхідних споживачеві товарів та послуг, отримує інформацію про наявність, умови їх продажу, створює умови для проведення торговельних переговорів та укладання відповідних угод. Важливою функцією посередника є пошук вільних виробничих потужностей із виконання спеціальних високотехнологічних різновидів робіт і надання цієї інформації зацікавленим суб'єктам господарювання. Виконання посередницьких функцій безпосередньо не пов'язане зі здійсненням актів купівлі-продажу, але робить цей процес упорядкованим, надійним і взаємовигідним.

Інформаційні й організаційно-комерційні функції, в розумінні А. С. Савощенко охоплюють діяльність із надання суб'єктам ринкових відносин комерційної інформації, яка містить відомості, необхідні для організації закупівель та збуту продукції, і насамперед інформації про потенційних виробників товару, ціну товару, способи доставки вантажів тощо. Важливу роль у реалізації цих функцій відіграють рекламні фірми та виставкові центри. Реклама дає споживачеві змогу отримати широку й об'єктивну інформацію про якість, ціну, способи використання та інші деталі, які покупцям треба знати, щоб зробити правильний вибір. Аналогічні завдання виконують і виставкові центри. Вони інформують зацікавлених суб'єктів про наявність певного товару, певної марки, повідомляють, що товар характеризується певними якісними та споживчими показниками, демонструють його відмінності та переваги над аналогами у процесі використання. Великим попитом користується маркетингова інформація, що містить результати аналізів і прогнози кон'юнктури ринку певного виду товару, ціни, прогнозів обсяги попиту та пропозиції товару, його асортимент, рівень конкуренції та інші показники ринкового механізму. Виконання цих послуг пов'язане з необхідністю вдосконалення державного статистичного обліку, що має відображати не лише стан товарного ринку, а й діяльність суб'єктів ринкової інфраструктури. Без систематичного

розроблення, накопичення, аналізу й оприлюднення такої інформації неможливі ані державне регулювання сфери обігу товарів, ані дія механізмів ринкового саморегулювання.

Виробничо-технологічні функції пов'язані з продовженням процесу виробництва у сфері обігу. Це функції з надання товарам підвищеної виробничої готовності, з попередньої підготовки матеріальних ресурсів до споживання, із запровадження ресурсозберігаючих технологій тощо. Ця група тісно пов'язана з транспортно-експедиторськими функціями, які мають на меті транспортування товарів до місць споживання, формування оптимальних маршрутів перевезення та вибір раціональних видів транспорту, укладання договорів на перевезення товарів за узгодженими графіками тощо.

Лізингові функції зумовлені розвитком прокату технічних засобів, наданням у довгострокову оренду товарів виробничо-технічного призначення тривалого використання. Розрахунково-кредитні та страхові функції передбачають такі види діяльності, як фінансові розрахунки, товарне кредитування, страхування комерційних ризиків.

Обсяг і видовий склад послуг, які надають суб'єкти ринкової інфраструктури, залежать від багатьох чинників, передусім від рівня науково-технічного розвитку самих суб'єктів, адекватності їхньої матеріально-технічної бази вимогам сучасного ринку.

В. Д. Базилевич [8] визначає наступні функції інфраструктури ринку:

- правове та економічне консультування підприємств, захист їх інтересів у державних та інших структурах;
- страховий захист підприємницької діяльності;
- забезпечення фінансової підтримки і кредитування підприємств;
- підвищення оперативності, ефективності роботи суб'єктів ринку;
- створення умов для ділових контактів підприємців;
- сприяння матеріально-технічному забезпеченню і реалізації товарів та послуг;
- регулювання руху робочої сили;

- здійснення маркетингового, інформаційного та рекламного обслуговування.

Особливість інфраструктури як об'єкта дослідження, з нашої точки зору, припускає виділення ряду загальних функцій, які властиві інфраструктурі будь-якого ринку та всім елементам інфраструктури в цілому. Це дозволить розкрити економічний зміст ринкової інфраструктури як єдиної підсистеми ринкової економіки. Що стосується функцій окремих елементів інфраструктури, тобто окремих ринків, то вони вказують на їх специфіку, тому розглядати ці функції серед основних функцій ринкової інфраструктури недоцільно і їх можна виділити як специфічні функції (рис. 1.8).

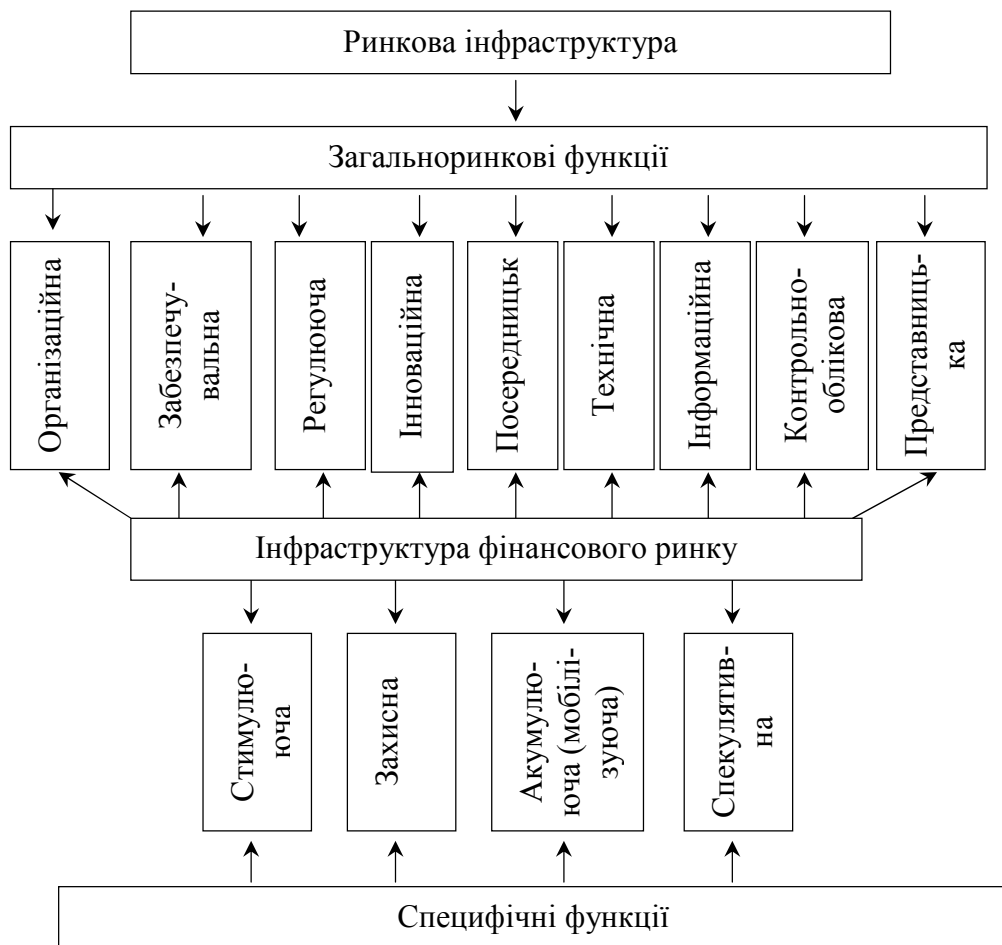


Рисунок 1.8 – Функції інфраструктури фінансового ринку
(авторська розробка)

У своєму дослідженні при визначенні основних функцій інфраструктури фінансового ринку ми виходимо з розуміння основної задачі інфраструктури, а саме створення економічного середовища для функціонування суб'єктів ринкової економіки і допомоги їм в їх діяльності.

На основі синтезу різних функціональних властивостей інфраструктури та з огляду на цільове спрямування інфраструктури фінансового ринку виділяємо наступні функції інфраструктури даного ринку (табл. 1.4).

Таблиця 1.4 – Сутність функцій інфраструктури фінансового ринку

Назва функції	Сутність функції
Загальноринкові функції	
Організаційна	<ul style="list-style-type: none"> - організація процесу доведення фінансових активів до споживачів (покупців, вкладників); - формування фінансових зв'язків між суб'єктами ринку; - організація стійких і взаємовигідних відносин між учасниками ринкових відносин; - формування ефективного конкурентного середовища ринку
Забезпечувальна	<ul style="list-style-type: none"> - фінансове забезпечення процесів інвестування і споживання; - підвищення ефективності ринку в цілому; - забезпечення безперервності інвестиційного процесу та створення надійного ліквідного ринку; - забезпечення умов вільного руху фінансових активів; - забезпечення виконання угод із цінними паперами і похідними інструментами; - своєчасна оплата поставлених фінансових активів; - забезпечення ринку зв'язками, необхідними для успішної роботи відносно ізольованих суб'єктів фінансових відносин; - забезпечення гарантій правильності виконання угоди щодо купівлі-продажу фінансових активів; - забезпечення достовірності котирування цінних паперів і надійності біржової торгівлі
Регулююча	<ul style="list-style-type: none"> - регулювання збалансованості попиту і пропозиції на ринку; - формування єдиного правового (законодавчого) поля функціонування суб'єктів ринку та відповідних інституцій ринкової інфраструктури; - встановлення вимог до цінних паперів та емітентів, які виставляють свої цінні папери на біржові торги, створення правил укладання і виконання угод; - встановлення професійних вимог саморегулювними організаціями до своїх членів
Посередницька	<ul style="list-style-type: none"> - посередництво у взаємодії продавців та покупців фінансових активів; - посередництво у здійсненні платежів між суб'єктами ринку
Технічна	<ul style="list-style-type: none"> - розробка програмного забезпечення; - підтримка технічної складової в процесі укладання угоди купівлі-продажу фінансових активів; - телекомунікаційне забезпечення; - виготовлення бланків цінних паперів
Інформаційна	<ul style="list-style-type: none"> - надання суб'єктам фінансового ринку інформації про ринок та наявність товару на ньому, публікація такої інформації в газетах, журналах, інформаційних агентствах; - забезпечення необхідною інформацією учасників для ухвалення відповідного рішення при купівлі або продажу товару, зменшуючи існуючі ризики
Контрольно-облікова	<ul style="list-style-type: none"> - облік і контроль за обігом фінансових активів на ринку; - відповідальне зберігання та облік фінансових інструментів; - контроль за діяльністю суб'єктів біржової торгівлі
Представницька	<ul style="list-style-type: none"> - представлення інтересів суб'єктів фінансового ринку при вирішенні проблемних питань та при можливих суперечках щодо здійснення своєї діяльності у суді, перед державою, іншими особами в межах своєї компетенції; - представлення інтересів клієнтів при укладанні угод купівлі-продажу фінансових

Продовження таблиці 1.4

Назва функції	Сутність функції
	активів
Інноваційна	- сприяння появі нових фінансових інструментів на ринку; - надання нових видів фінансових послуг, що є життєвоважливим для учасників ринку; - використання нових технологій на фінансовому ринку для забезпечення його ефективного функціонування
Специфічні функції	
Стимулююча	- створення передумов для нарощування фінансової глибини ринку; - стимулювання прискорення обігу капіталу на ринку; - стимулювання власника фінансових ресурсів до їх більш ефективного використання, вибираючи найраціональнішу структуру вкладень через елементи інфраструктури
Захисна	- забезпечення фінансового захисту вкладників та інвесторів; - використання ефективної системи хеджування, що зменшує ризик, одночасно зменшуючи витрати; - суттєве зниження цінового ризику, що підвищує стабільність діяльності та мінімізує коливання прибутку, через коливання цін чи валютних курсів; - пом'якшення або зниження ступеня ризику суб'єктів фінансового ринку за допомогою страхування, діяльності рейтингових агентств та аудиторів; - надання клієнтам гарантії погашення заборгованості; - захист інтересів суб'єктів фінансового ринку при можливих суперечках щодо здійснення своєї діяльності у суді, перед державою, іншими особами в межах своєї компетенції
Спекулятивна	- здатність миттєво реагувати на зміну широкого кола явищ економічного, політичного і соціального характеру; - згладжування цінових коливань на ринку; - стабілізація та підвищення ліквідності ринку
Акумуляюча (мобілізує)	- акумулювання (мобілізація) тимчасово вільних грошових коштів і їх трансформація в позиковий та інвестиційний капітал

Джерело: авторська розробка

Організаційна і забезпечувальна функції характеризують сутність і безпосереднє призначення інфраструктури. За своїм змістом ці функції подібні до інфраструктури, тобто є внутрішніми функціями. На практиці це знаходить віддзеркалення у тому, що інфраструктура, як підсистема всього фінансового ринку, надає йому умови і можливості виконання економічних функцій (перш за все таких, як оптимальна акумуляція ресурсів і створення з них продуктів господарської діяльності), безпосередньо не беручи участі у створенні продукту. Вказані функції є прямими, оскільки формування адекватної інфраструктури фінансового ринку є однією з безпосередніх і обов'язкових умов існування і відтворення ринкової економіки, а також її розвитку.

Виходячи з цього, забезпечувальна функція в частині інфраструктури фінансового ринку припускає створення умов безперервного руху

фінансових і інформаційних потоків між господарюючими суб'єктами з метою задоволення їх економічних інтересів.

Організаційна функція фінансового ринку полягає в організації процесу доведення фінансових активів до споживачів. Ця функція виявляється через створення мережі різних інститутів з реалізації фінансових активів (банків, бірж, брокерських контор, інвестиційних фондів, фондових магазинів тощо).

Регулююча функція базується на тому, що ринкова інфраструктура при певних обставинах здатна відчутно впливати на весь процес відтворення в економіці. Тобто, не дивлячись на те, що ринкова інфраструктура є підсистемою в економічній системі, вона існує над процесом взаємодії господарських суб'єктів. Саме ця обставина обумовлює зовнішній характер регулюючої функції. Регулююча функція як би зростає з попередніх функцій, будучи їх продовженням, але має інші властивості та характеристики. Дана функція є активною (це особливо помітно в перехідних економічних системах) і за своєю природою вона є функцією зворотної дії (сигналізує економіці про ті або інші проблеми у сфері безпосереднього створення продукту).

Посередницьку функцію інфраструктури фінансового ринку можна відмітити як одну із головних функцій, оскільки роль фінансових посередників як складової інфраструктури надзвичайно важлива, адже саме вони визначають активність та ефективність ринку. Посередники виконують роль сполучної ланки між споживачами капіталу та інвесторами. З одного боку, вони виконують посередницькі функції стосовно споживачів капіталу, проводячи операції з випуску і розміщення фінансових активів на ринку, їх реєстрації і зберігання. Добре знаючи ринок, вони краще розуміються на тому, які саме фінансові активи та умови їх випуску найбільш доцільні для конкретного клієнта, як провести роботу, щоб забезпечити розміщення фінансових активів. З іншого боку, вони надають послуги інвесторам у придбанні фінансових активів, виходячи з побажань інвестора стосовно дохідності й надійності вкладень.

Виконання інфраструктурою фінансового ринку технічної функції передбачає перш за все забезпечення всіх технічних моментів, що виникають у процесі здійснення операцій на фінансовому ринку. Основні організації технічної інфраструктури вітчизняного фінансового ринку здійснюють свою діяльність за такими напрямками: розробка програмного забезпечення, телекомунікаційне забезпечення, виготовлення бланків цінних паперів та підтримка технічної складової в процесі укладання угоди купівлі-продажу фінансових активів.

Успішний розвиток фінансового ринку потребує широкого забезпечення усіх його учасників повною інформацією щодо умов випуску та обігу фінансових інструментів на ринку, ситуації на світових валютних та фондових біржах та світових новин у доступному форматі. До того ж інформація має охоплювати усі дані про емітентів цінних паперів, їхній поточний фінансово-господарський стан та перспективи розвитку, дані про фінансових посередників, обіг фінансових інструментів, інтернаціональні, національні та регіональні ринки тощо. Наявність даної інформації забезпечується саме інфраструктурою ринку. Інформаційна функція інфраструктури фінансового ринку полягає в тому, що інформація про показники вартості фінансових інструментів і капіталу на ринку дають інвесторам можливість щодо прийняття правильного рішення стосовно розміщення їх вільних коштів з урахуванням кон'юнктури фінансового ринку.

Контрольно-облікова функція полягає в обов'язковому обліку в спеціальних списках (реєстрах) усіх видів фінансових інструментів, що обертаються на ринку, фіксації фондових операцій, оформлених договорами купівлі-продажу, застави, трасту, конвертації тощо, а також проведення контролю за дотриманням правил біржової торгівлі учасниками ринку.

Важливим моментом у функціонуванні інфраструктури фінансового ринку є представлення інтересів суб'єктів фінансового ринку при вирішенні проблемних питань та при можливих суперечках щодо здійснення своєї діяльності у суді, перед державою, іншими особами в межах своєї

компетенції, а також представлення інтересів клієнтів при укладанні угод купівлі-продажу фінансових активів.

Відносно специфічних функцій фінансового ринку необхідно зазначити, що стимулююча функція інфраструктури фінансового ринку полягає перш за все у створенні передумов для нарощування фінансової глибини ринку та стимулюванні прискорення обігу капіталу на ринку через формування фінансових потоків, привабливих по прибутковості, надійності, ліквідності і часу руху.

До захисної функції інфраструктури фінансового ринку перш за все входить зменшення цінкових і фінансових ризиків або функція хеджування, яка збільшує капітал, зменшує вартість використання ресурсів та стабілізує фінансові потоки. Дана функція дає змогу як позичальникам, так і кредиторам захиститись від процентного та валютного ризиків, використати арбітражні можливості євrorинків, а при сприятливій кон'юнктурі ринку реалізувати спекулятивні стратегії. У випадку виникнення втрат інфраструктура забезпечує реалізацію відповідальності тим учасником, якому відповідний ризик був оплачений. Відповідно, ризик курсових втрат може бути перекладений на фондового спекулянта за умови оплати опціонної премії чи варіаційної маржі за ф'ючерсним контрактом; ризик втрат, пов'язаних з обігом і зберіганням, беруть на себе відповідні спеціалізовані інститути – депозитарії, клірингова система і т. д. Крім того, дана функція означає захист інтересів суб'єктів фінансового ринку при можливих суперечках щодо здійснення своєї діяльності у суді, перед державою, іншими особами в межах своєї компетенції.

Виконуючи спекулятивну функцію, спекулянти згладжують цінкові коливання та приймають на себе ризики хеджерів, що призводить до стабілізації та підвищення ліквідності ринку.

Для нормального розвитку економіки необхідна мобілізація тимчасово вільних грошових коштів фізичних та юридичних осіб, їх розподіл і перерозподіл на комерційній основі між різними секторами економіки. Ці процеси відбуваються саме на фінансовому ринку. Досягнення головної мети

функціонування фінансового ринку щодо акумулювання та ефективного розміщення заощаджень в економіці, стан якої значною мірою зумовлений ефективністю переливання інвестиційних коштів від тих, хто має заощадження, до тих, у кого на цей момент є потреба в капіталі, відбувається за допомогою його інфраструктурних елементів, які виконують функцію акумулювання (мобілізації). Провідними спеціалізованими суб'єктами інфраструктури фінансового ринку, які виконують дану функцію стали страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні фонди, фінансові компанії, кредитні спілки, ломбарди, позиково-ощадні асоціації, фонди будівництва, добродійні фонди та ін.

Інноваційна функція інфраструктури фінансового ринку являє собою використання нових фінансових інструментів та технологій. Також вона покликана розв'язувати різні завдання інфраструктури щодо надання нових видів послуг, що є життєво важливими для учасників фінансового ринку.

Прикладом виконання цієї функції є розширення сфери строкових контрактів на торгівлю товарами і фінансовими інструментами, які раніше не використовувалися на ф'ючерсних майданчиках, введення нових варіантів свопів, створення нових типів інвестиційних фондів тощо. До нововведень на фінансовому ринку належать різноманітні брокерські рахунки управління готівкою та цінними паперами, забезпечення пулом іпотек, процентні свопи, конвертовані облігації з правом дострокового погашення, звільнені від податку облігації з плаваючою ставкою і ще багато інших. Якщо про фінансові технології, то це економічна й фінансова теорії, математичні й статистичні методи, комп'ютерна й телекомунікаційна техніка та ін. Прикладом нових фінансових технологій виступає поява на Нью-Йоркській фондовій біржі комп'ютерної системи для поточного звіряння обсягу купівлі і продажу цінних паперів, відомої як DOT-система.

Практично всі функції інфраструктури фінансового ринку нерозривно пов'язані між собою і не можуть реалізуватися одна без іншої. Результатом їх взаємодії є цілком певний синтетичний ефект, який можна визначити як оптимізацію руху грошових потоків. У процесі забезпечення і регулювання

руху грошових потоків інфраструктура фінансового ринку сприяє досягненню відповідності між суспільними потребами в додаткових коштах і здатністю ринку задовольняти їх у необхідних масштабах. Тим самим забезпечується зв'язаність в реалізації цих функцій, досягається пропорційність у розподілі грошових коштів, що, у свою чергу, веде до мінімізації витрат. Саме тому інфраструктура завдяки своїм функціям забезпечує ефективність економіки, причому в тій мірі і через ті механізми, які властиві тільки їй.

Дослідження інфраструктури фінансового ринку з точки зору основних завдань і функцій, які вона покликана виконувати, дозволило нам зробити висновок про те, що формування інфраструктури фінансового ринку зумовлене самим розвитком та вдосконаленням цього ринку. Основним показником, що характеризує фінансовий ринок, є його ефективність, що оцінюється відношенням отриманого доходу до витрат. Керуючись таким підходом та загальноприйнятими принципами визначення економічної ефективності, визначаємо основне її завдання – обслуговувати інтереси учасників ринку та пропонуємо виокремити такі завдання інфраструктури фінансового ринку:

- мінімізація витрат споживачів і постачальників;
- забезпечення стабільного обігу фінансових активів;
- зменшення та перерозподіл інвестиційних ризиків;
- спрощення та гарантування виконання укладених угод на ринку (здійснювати поставки фінансових інструментів покупцю з перереєстрацією прав власності в обумовлений термін та здійснювати своєчасну їх оплату (виконання принципу “поставка проти платежу”) та відповідальне зберігання та облік фінансових інструментів);
- надання інформації, необхідної для прийняття інвестиційних рішень;
- прискорення процесу акумуляції інвестиційних ресурсів;
- управління активами різних клієнтів.

З позиції впливу на ефективність функціонування фінансового ринку його інфраструктура повинна забезпечувати два головні взаємопов'язані завдання:

- зменшення витрат щодо обігу фінансових інструментів;
- зменшення і розподіл ризиків між учасниками ринку.

Зменшення витрат щодо обігу цінних паперів та розподіл ризиків досягається за рахунок вищезазначених функцій, що виконуються інфраструктурою фінансового ринку.

На нашу думку, основні завдання інфраструктури фінансового ринку тісно пов'язані з найважливішими завданнями, що стоять перед фінансовим ринком.

Доповнюючи основні положення стосовно завдань та функцій інфраструктури фінансового ринку, можна виділити і основні властивості інфраструктури. Як основні властивості інфраструктури варто визначити:

- комплексність (інфраструктура – це не кожний з її елементів, а лише всі вони в комплексі);
- ієрархічність;
- інерційність;
- історико-географічна обумовленість;
- техніко-економічна визначеність;
- здатність об'єднуватися, переплітатися, здійснювати диференціацію та інтеграцію елементів різних видів інфраструктури.

Поряд з властивостями для визначення як підсистеми ринкової економіки необхідно виділяти її системні ознаки: цілісність, автономність, структурність, диференціацію, емерджентність (властивості виникають тільки за умови взаємодії всіх інших елементів в рамках системи та не властиві жодному з її елементів), узгодженість, взаємозалежність від зовнішнього середовища [298].

Будь-яка складна система (природна, соціальна, економічна) певним чином структурована і включає ряд підсистем (принципи, функції). Виходячи з цього, інфраструктура фінансового ринку являє собою сукупність

елементів, що забезпечують безперебійне функціонування взаємозв'язків об'єктів і суб'єктів даної системи. Вона включає інфраструктурну політику, стратегію та завдання, що стоять перед нею (рис. 1.9).



Рисунок 1.9 – Функціональна схема інфраструктури фінансового ринку (авторська розробка)

Розглядаючи інфраструктуру фінансового ринку як підсистему самого ринку, необхідно чітко ідентифікувати принципи функціонування інфраструктури як системи. Для визначення принципів функціонування інфраструктури фінансового ринку необхідно зазначити, що принцип (лат.

principiūm – начало, основа) – це певне правило, сформульоване на основі пізнання законів чи закономірностей чинити саме так.

Тому до основних принципів функціонування інфраструктури ми можемо віднести:

- регульованість – створення гнучкої та ефективної системи регулювання інфраструктурних елементів фінансового ринку;

- ефективність – максимальна реалізація потенційних можливостей інфраструктури фінансового ринку щодо обслуговування мобілізації та розміщення фінансових ресурсів у перспективні сфери національної економіки;

- прозорість, відкритість – забезпечення надання інвесторам повної і доступної інформації, що стосується умов випуску та обігу фінансових активів на фінансовому ринку, гласності фінансово-господарської діяльності емітентів, усунення проявів дискримінації суб'єктів ринку;

- доповнюваність – всі елементи інфраструктури фінансового ринку не можуть існувати і функціонувати окремо один від одного, а їхня діяльність тісно пов'язана і переплітається з іншими елементами, тобто вони доповнюють один одного;

- історична послідовність – визначається безперервністю (протягом визначеного періоду) та послідовністю в розвитку та еволюції інфраструктури фінансового ринку;

- конкурентність – забезпечення необхідної свободи підприємницької діяльності між інститутами інфраструктури фінансового ринку, за рахунок чого стає ефективним комплексне надання ними фінансових послуг;

- вільний перелив ресурсів – інтеграція фінансових потоків незалежно від приналежності до країни, регіону;

- цілісність ринку у межах окремої території – забезпечується наявністю єдиної національної фондової біржі як єдиного місця котирування цінних паперів, єдиного центрального депозитарію цінних паперів і єдиного

клірингового банку; також означає визначення єдиних курсів на усі цінні папери, які допущені до обігу й котирування на всій території країни;

- захист і забезпечення інтересів та прав інвесторів – створення необхідних умов для реалізації інтересів суб'єктів фінансового ринку та забезпечення захисту їх майнових прав;

- уніфікованість – забезпечує виконання вимог міжнародних стандартів та однотипність руху фінансових потоків між домогосподарствами, приватними і державними структурами.

Загальними моментами вищевказаних принципів є забезпечення справедливості (рівності), загальності (єдності), визначеності (гласності). Тому можна з впевненістю сказати, що якби виконувалися всі вище перелічені принципи функціонування інфраструктури фінансового ринку, то і сама інфраструктура і ринок були б якщо не в ідеальному стані, то наближені до нього. Тому тільки при виконанні цих принципів інфраструктура фінансового ринку буде виконувати її функціональну роль – допомогу, обслуговування і забезпечення можливості акумулювання вільних грошових коштів на ринку і розподіл їх між суб'єктами економіки, що відчують потребу в додаткових коштах.

1.4 Визначення та характеристика основних структурних елементів інфраструктури фінансового ринку

Ринкова інфраструктура, як і інфраструктура фінансового ринку, включає велику кількість елементів, тісно зв'язаних між собою, що в сукупності виконують важливу роль в економіці.

І, як уже зазначалося нами, інфраструктура фінансового ринку є сукупністю елементів, в тому числі і специфічних видів суб'єктів, що взаємодіють з приводу перетворення закумуляованих фінансових активів в

реальні інвестиційні потоки з метою нарощування продуктивного капіталу, розвитку процесів виробничого і невиробничого накопичення, забезпечуючи зниження ступеня інвестиційного ризику. Вона, як одна з найважливіших характеристик ринкової системи, представлена своїми власними елементами, що включає перш за все суб'єктів ринку і зв'язки між ними.

Порівнюючи з основними елементами ринкової інфраструктури, можна сказати, що найменш розвинутими в кількісному і якісному відношенні, з точки зору відповідності до вимог міжнародних стандартів, є компоненти інфраструктури фінансового ринку. Аналізуючи стан розвитку інфраструктури фінансового ринку України, слід визнати, що досконалою її ще важко назвати.

На сьогодні дефініція “інфраструктура фінансового ринку” не має досить чіткого та однозначного трактування, але досить широко використовується в різних контекстах. Існують різні варіанти віднесення тих чи інших учасників фінансового ринку до інфраструктури. Як правило, до суб'єктів фінансового ринку відносять його основних (споживачі капіталу, інвестори, державні регулятори) та інфраструктурних (посередники, біржі та ТІС, клірингові центри, реєстратори, зберігачі, депозитарії, інформаційні й рейтингові агентства та інші суб'єкти) учасників. Виходячи із зазначених нами функцій в п. 1.3 даної роботи, інфраструктурні суб'єкти можуть брати участь у мобілізації та розміщенні фінансових ресурсів, при цьому активно сприяючи цим процесам, надаючи певні послуги. Подібне трактування є цілком обґрунтованим і загальноприйнятим.

Тому, на нашу думку, не зовсім справедливо включати в інфраструктуру інвесторів, споживачів капіталу (емітентів). Вони є споживачами послуг інфраструктурних організацій, і зараховувати їх же до споживачів своїх послуг не уявляється можливим.

Необхідно розглядати інфраструктуру фінансового ринку, з точки зору її розміщення та значення, в декількох контекстах. По-перше, фінансовий ринок та його інфраструктуру – як певну автономну систему, з припущенням,

що його автономність не абсолютна, тому що в реальному житті фінансовий ринок не існує ізольовано від усієї економіки. По-друге, потрібно розрізняти глобальну (на національному рівні) і локальну інфраструктуру фінансового ринку (на рівні окремих регіонів та територіально-адміністративних утворень).

Крім того, створення та існування елементів інфраструктури у внутрішній системі фінансового ринку сприяє формуванню попиту на фінансові послуги інфраструктурних суб'єктів і зростанню обсягу асортименту пропозиції фінансових продуктів. До внутрішньої системи фінансового ринку відносять фінансовий і кадровий потенціал, наявність і довіру клієнтів, уміння співпрацювати з фінансовими інститутами, якість маркетингової діяльності та ефективність стратегічних рішень.

Також фінансові інститути фінансового ринку реалізують свої економічні інтереси з урахуванням дій різних факторів зовнішнього середовища, причому на деякі з них він може опосередковано впливати, дія ж інших факторів виходить за межі впливу інститутів, і він повинен пристосовуватись до них. До факторів, на які може впливати фінансовий інститут, належать: ринковий попит, конкуренція, рівень розвитку інфраструктури фінансового ринку (окремого сегмента фінансового ринку). До неконтрольованих факторів, що впливають на формування інфраструктури фінансового ринку, належать: загальноекономічна ситуація в регіоні, країні та за її межами; рівень життя та заощаджень населення; кон'юнктура фінансового ринку; демографічна ситуація тощо. Дія цих факторів визначає поведінку фінансових інститутів у ринковому середовищі, формує стратегію і тактику, окреслює можливості просування на ринку фінансових послуг у межах певної території.

У дослідженнях інфраструктури фінансового ринку та її структурних елементів існують досить різноманітні думки. Різні дослідники виділяють в інфраструктурі фінансового ринку різні елементи, то звужуючи, то непомірно розширюючи їх. Більшість авторів у своїх працях просто надають

перелік суб'єктів інфраструктури ринку, не розмежовуючи їх і не вдаючись до якої-небудь їх класифікації. Але деякі вчені мають свою точку зору на класифікаційні та структурні ознаки елементів інфраструктури фінансового ринку.

Так, Т. Б. Іванова [83] у своїй науковій роботі пропонує виділяти в інфраструктурі суб'єктів відповідно до їх цільового призначення, а саме: фінансових посередників, сервісну інфраструктуру і регулюючу (надбудовну) і чотири групи суб'єктів по виконуваних ними функціях – тих, хто обслуговує операції з цінними паперами і валютою; тих, хто акумулює вільні грошові кошти; що надають консалтингові, страхові та інформаційні послуги; що виконують розрахункові, депозитарні та реєстраторські операції.

Подібної думки стосовно виділення суб'єктів інфраструктури відповідно до їх цільового призначення, дотримується у своєму дослідженні Т. О. Манакова [158], яка зазначає, що інфраструктура фінансового ринку може бути представлена трьома групами суб'єктів:

1. Суб'єкти інфраструктури – фінансові посередники.

До цієї групи дослідниця відносить: банки, фінансово-інвестиційні фонди і компанії, пайові і чекові інвестиційні фонди, фонди венчурного типу, трастові компанії, кредитні спілки, спеціалізовані інвестиційні фонди, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, спеціалізовані кредитно-фінансові інститути парабанківської системи та ін.

2. Суб'єкти інфраструктури, що обслуговують фінансових посередників (сервісна інфраструктура). До них включають: фондові, валютні, ф'ючерсні біржі, брокерські і дилерські компанії, депозитарні та розрахунково-клірингові організації, реєстратори, консалтингові, аудиторські, інформаційно-аналітичні агентства, системи міжбіржових і міжброкерських (міждилерських) зв'язків, дилінгові системи і центри та ін.

3. Суб'єкти регулювання інфраструктури (регулююча, надбудовна інфраструктура). Органи державного регулювання (перелічуються всі

державні органи, що причетні до фінансового ринку) та саморегулівні організації (асоціації, професійні спілки, професійні громадські організації).

У даному переліку, на нашу думку, перелік елементів дещо розширений. Наприклад, контролюючі і регулюючі державні органи не є частиною ринкової системи, їх функції примушуючі, контролюючі та інспектуючі, вони є суб'єктами державного регулювання ринку. З контролюючих організацій до складу елементів інфраструктури фінансового ринку правомірно включити тільки аудиторські компанії, оскільки ці комерційні позавідомчі організації надають на основі ліцензії платні послуги суб'єктам фінансового ринку з незалежної фінансової і бухгалтерської експертизи.

Необхідно відмітити, що Ю. В. Золотов [77] в дослідженні інфраструктури ринку капіталу дає своє бачення класифікації структурних елементів інфраструктури. Так, він зазначає, що інфраструктура ринку капіталу включає в себе дві групи інститутів – інститути загального призначення і спеціальні інститути. Діяльність інститутів загального призначення зазвичай зводиться до виконання тієї або іншої функції на всіх ринках. До інститутів загального призначення він відносить: інформаційні організації (спеціальні рекламні агентства, інформаційні центри і агентства засобів масової інформації), організації з надання послуг (консалтингові фірми, юридичні організації, аудиторські компанії), організації з трудового забезпечення (служби зайнятості, учбові заклади із професійного навчання, служби з перепідготовки і підвищення кваліфікації кадрів). Така думка має право на існування, адже всі ці організації створені для задоволення потреб всіх ринків, організованої системи, що відображає попит і пропозицію.

Інститути спеціального характеру орієнтовані переважно на взаємодію з грошовими потоками і представлені структурами, основну роль серед яких відіграють біржі, банки і позабанківські фінансово-кредитні організації.

З приватних фінансово-кредитних інститутів ключову роль у фінансово-кредитній системі виконують банки як універсальні інститути

грошового ринку. Розвинутим елементом сучасної ринкової інфраструктури є небанківські фінансово-кредитні інститути, що носять більшою мірою не універсальний, а спеціалізований характер. Серед них виділяють страхові компанії і пенсійні фонди, діяльність яких сприяє оптимізації розвитку ринкової економіки завдяки зменшенню ризику підприємницької діяльності. У підсистемі фондового ринку виділяються фондові біржі і фінансових посередників – торговців цінними паперами, інвестиційні фонди і компанії, трастові компанії (довірчі товариства), а також депозитарії, реєстратори тощо.

Ще більш широке тлумачення елементів інфраструктури, але фондового ринку як одного із сегментів фінансового ринку дає В. Є. Ілюшин [163]. Він вказує на те, що сучасний розвиток технологій, пов'язаних із обслуговуванням ринку цінних паперів, вимагає розширення комплексу обслуговуючих сфер діяльності, в які необхідно включити страхове, інноваційне і технічне забезпечення даного ринку. Таким чином, незалежно від моделі ринку цінних паперів сучасна форма організації його інфраструктури включає наступні основні елементи:

- 1) облікові елементи (реєстраторська і депозитарна діяльність);
- 2) торгові елементи (біржові, позабіржові і альтернативні елементи інфраструктури);
- 3) розрахунково-клірингові елементи (кліринг і система платежу);
- 4) регулюючі елементи (державні і саморегулювні організації);
- 5) інформаційні елементи (аналітичний, консультаційний, рейтинговий);
- 6) страхові елементи;
- 7) інноваційні елементи;
- 8) технічні елементи.

У своїй роботі систему інфраструктури ринку цінних паперів В. Є. Ілюшин характеризує як дворівневу, перший рівень якої є організаційним середовищем, що забезпечує процес укладання і виконання операцій на основі розмежування функцій і спеціалізації діяльності, а другий

– це допоміжна підсистема, що здійснює обслуговування системоутворюючих елементів інфраструктури і забезпечує її нормальне функціонування.

Така структуризація інфраструктури як системи обслуговування учасників ринку допомагає виділити системоутворюючі елементи інфраструктури, що безпосередньо беруть участь у створенні і організації ринку, і допоміжні елементи, що надають професійним учасникам різні послуги, не мають безпосереднього відношення до руху товару на ринку цінних паперів, але створюють умови, необхідні для цього процесу (розробка програмних продуктів, наукові дослідження, страхування окремих видів ризиків і операцій, підготовка і підбір кадрів і т. д.).

У сучасних дослідженнях як вітчизняних, так і зарубіжних науковців-економістів неодноразово робилися спроби вироблення та надання системи критеріїв угруповання елементів інфраструктури фінансового ринку, але ці дослідження не мали повноти викладення матеріалу. Аналіз економічної літератури і періодичних видань дозволив вивести критерії угруповання елементів інфраструктури фінансового ринку, які лягли в основу авторської класифікації (рис. 1.10) основних елементів інфраструктури фінансового ринку.

Діяльність елементів загального призначення зазвичай зводиться до виконання тієї або іншої функції на всіх сегментах фінансового ринку. Це, перш за все, інформаційні організації (спеціальні рекламні агентства, інформаційні центри і агентства засобів масової інформації) та інформаційні мережі і потоки, а також інститути, що забезпечують їх функціонування, організації із надання послуг (консалтингові фірми, юридичні організації, аудиторські компанії), організації із трудового забезпечення (служби зайнятості, учбові заклади, служби із перепідготовки і підвищення кваліфікації кадрів). Всі ці організації створені для задоволення потреб всіх сегментів фінансового ринку, організаційної системи, що відображає попит і пропозицію.

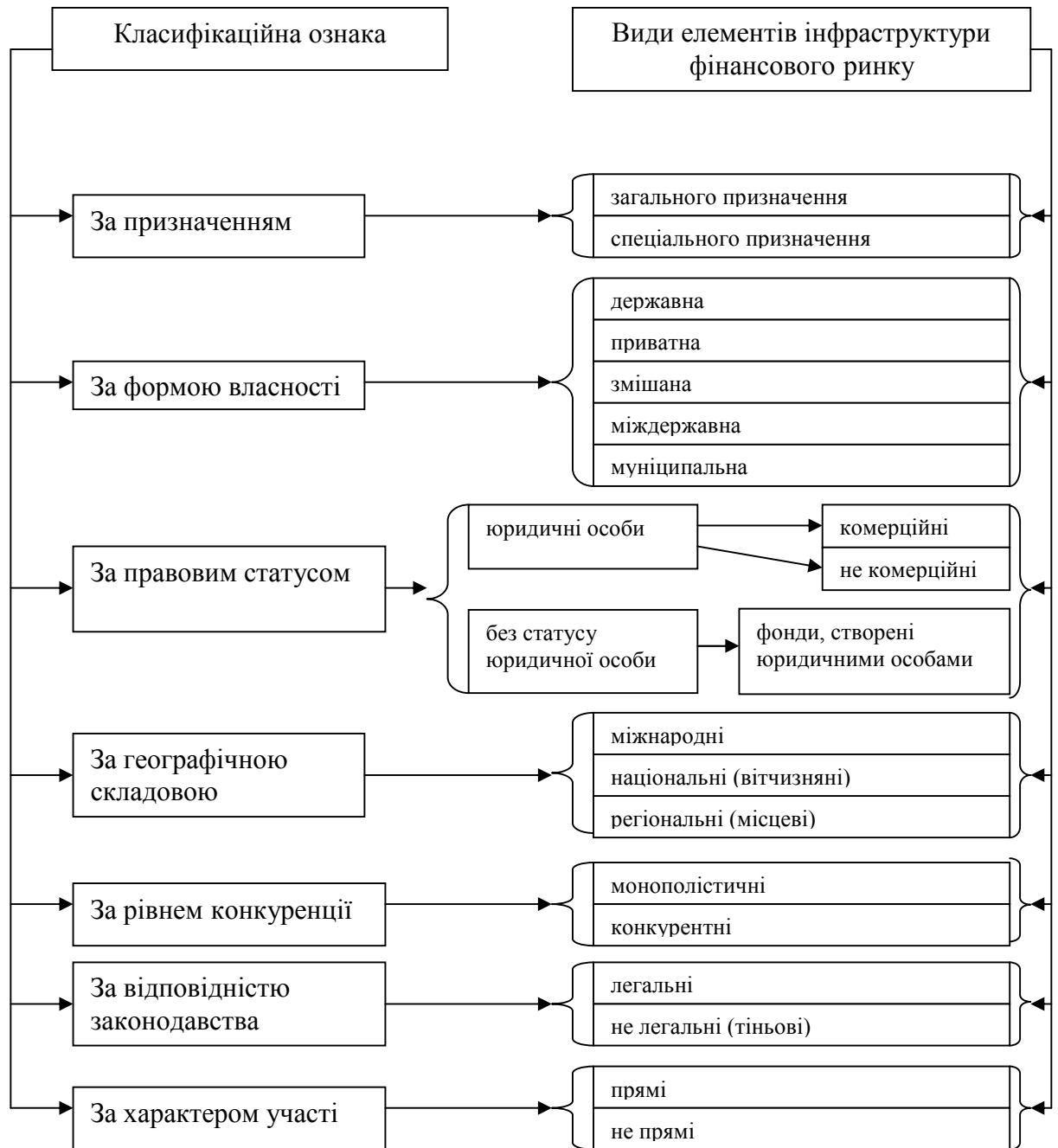


Рисунок 1.10 – Класифікація елементів інфраструктури фінансового ринку за класифікаційними ознаками (авторська розробка)

Інститути спеціального характеру орієнтовані на переважну взаємодію з грошовими потоками, цінними паперами або іншими фінансовими активами і представлені структурами, основну роль серед яких відіграють біржі, банки і позабанківські фінансово-кредитні організації.

Класифікаційний критерій відносно видів власності інфраструктурних елементів об'єднує організації державної, приватної, змішаної, міждержавної та муніципальної форми власності.

Елементи державної форми власності переслідують певну стратегічну і тактичну мету. Державними органами влади можуть створюватися банки, біржі, учасники депозитарної системи.

Всередині групи елементів з приватним видом власності слід виділити елементи, виникнення яких було обумовлене розвитком ринкової економіки і попитом, що утворився на їх послуги та діяльність, зокрема, це інвестиційні компанії, аудиторські компанії, консалтингові фірми, банки тощо.

Представниками групи із змішаною формою власності можуть бути інститути із сумісним статутним капіталом приватних вкладень і державних вливань. Прикладом таких інфраструктурних елементів виступають біржі, банки, депозитарії.

Що стосується організацій міждержавної форми власності, то зазвичай це інституції, що здійснюють свою діяльність на міжнародному фінансовому ринку і мають неабияке значення в розвитку економіки тієї чи іншої держави. Це установи, засновниками яких є певні країни, або держави мають свою частку в їх статутному капіталі, зокрема МВФ, Світовий банк, Європейський банк реконструкції та розвитку тощо.

Поряд із приватною і державною формою власності може існувати і муніципальна, тобто створені місцевими органами влади фінансово-кредитні установи для збільшення ефективності залучення або інвестування грошових коштів муніципалітетів.

Характерною особливістю елементів інфраструктури фінансового ринку є те, що вони, як інституції, можуть діяти як юридичні і неюридичні особи. Це стосується різноманітних фондів, які створюються юридичними особами, і являють собою сукупність фінансових активів. До них належать пайові інвестиційні фонди, фонди операцій з нерухомістю. В свою чергу, юридичні особи можуть здійснювати свою діяльність як на комерційній, так і

на некомерційній основі, тобто бути неприбутковими організаціями згідно з законодавством. Такими організаціями виступають фондові біржі та кредитні спілки.

Необхідно відмітити, що серед елементів інфраструктури фінансового ринку, як і серед будь-яких організацій, установ, інститутів на будь-якому ринку існують як монополісти, так і конкурентні організації. Яскравим прикладом монополістичної організації в діяльності щодо стандартизації та кодифікації цінних паперів виступає Національний депозитарій України.

Будь-яка діяльність, що пов'язана з грошима, а це стосується фінансового ринку та його інституцій, стикається з шахрайськими діями. Саме тому практично всі професійні учасники фінансового ринку, а саме вони є основними елементами інфраструктури даного ринку, отримують від контролюючих та регулюючих органів різноманітні ліцензії та дозволи відповідно до законодавства на здійснення того чи іншого виду діяльності. Наприклад, видаються банківська ліцензія, ліцензії з брокерської та дилерської діяльності, з ведення реєстру власників іменних цінних паперів, на здійснення операцій з дорогоцінними металами та ін. Але на ринку існують і такі учасники, що здійснюють свою діяльність без необхідних ліцензій та документів, тобто вони є нелегальними у своїй діяльності. Цим самим і визначається класифікаційна ознака за відповідністю законодавства.

За характером участі в інфраструктурі фінансового ринку елементи можна поділити на прямих та непрямих учасників. До прямих учасників можна віднести всіх, хто здійснює свою діяльність виключно на фінансовому ринку і прямо впливає на нього. Непрямими елементами інфраструктури фінансового ринку вважають аудиторські, консалтингові фірми, кадрові агентства тощо.

На основі проведеного дослідження, враховуючи все вищевикладене в даній роботі, можна схематично зобразити існуючі елементи інфраструктури фінансового ринку, які входять до визначених нами підсистем даної інфраструктури (рис. 1.11).



Рисунок 1.11 – Складові інфраструктури фінансового ринку
(авторська розробка)

Отже, елементи інфраструктури фінансового ринку можна поділити на два рівні за своєю значущістю та роллю в інфраструктурі, тобто існує дворівнева система. Перший рівень виступає внутрішнім організаційним середовищем, що забезпечує процес укладання угод і здійснення операцій на основі розмежування функцій і спеціалізації діяльності, другий – складає зовнішню підсистему, що здійснює обслуговування внутрішньої інфраструктури і забезпечуючи її нормальне функціонування.

Така структуризація інфраструктури фінансового ринку допомагає виділити системоутворюючу (внутрішню) інфраструктуру, що безпосередньо бере участь у створенні і організації ринку, і допоміжну (зовнішню), інститути якої надають професійним учасникам різного роду послуги, що не мають безпосереднього відношення до руху товару на фінансовому ринку, але створюють умови, необхідні для цього процесу (розробка програмних продуктів і забезпечення, наукові дослідження, страхування окремих видів ризиків і операцій, підготовка і підбір кадрів, виготовлення бланків цінних паперів і т.д.). Одна із підсистем внутрішньої інфраструктури більшою мірою підпадає під пасивну функцію інфраструктури фінансового ринку, виступаючи як її матеріальний носій. Це елементи так званої матеріальної підсистеми.

Розвиток технічної інфраструктури, основними елементами якої є різноманітні технологічні платформи, лінії передачі інформації та здійснення розрахунків в режимі on-line, управління грошовими потоками та цінними паперами клієнта, застосування мережі Інтернет, телефонного зв'язку тощо, значно підвищує не тільки рівень розвитку ринку, що впливає на якість і ефективність роботи на ньому, але й інвестиційні якості фінансових інструментів.

Для ефективного функціонування фінансового ринку величезне значення має повнота, достовірність і своєчасність інформації про параметри функціонування ринку, що породжується одними учасниками і споживається іншими. Тому наступною підсистемою інфраструктури фінансового ринку є

інформаційна підсистема, до якої входять інформаційні мережі і потоки, засоби масової інформації, мережа Інтернет та інші елементи, що забезпечують процес розкриття та надання інформації про ринок та події, які впливають на його функціонування.

Основним продуктом інформаційної інфраструктури фінансового ринку є: власне інформація (склад, період актуальності, оперативність оновлення, структурованість, достовірність, повнота); транспорт інформації (технологія поставки інформації і телекомунікаційні системи); призначені для користувача засоби роботи з інформацією (програмні продукти).

Крім того, не можна обійтись без інформаційної складової, що виділена окремо в інституційній підсистемі у вигляді інститутів, що забезпечують рух інформації на ринку і які реалізують активну функцію інфраструктури фінансового ринку, а саме: рейтингові агентства, бюро кредитних історій, аналітичні та консалтингові компанії.

Регулятивна інфраструктура є однією з утворюючих систем, що охоплює всіх учасників фінансового ринку і забезпечує здійснення ними своєї діяльності відповідно до встановлених правил. У її складі можна виділити наступні основні елементи: саморегулівні організації, асоціації та об'єднання учасників ринку, фонд гарантування вкладів фізичних осіб.

Торгова складова інфраструктури фінансового ринку є координуючим елементом інституційної підсистеми інфраструктури. Організатори торгівлі забезпечують функціонування торгових майданчиків, на яких здійснюються операції купівлі-продажу фінансових інструментів. Діяльність організаторів торгівлі визначається як надання послуг, що безпосередньо сприяють укладанню цивільно-правових угод і здійсненню операцій з фінансовими інструментами між учасниками фінансового ринку.

Окрім організаторів торгівлі, до складу торгової інфраструктури можна віднести наступні основні елементи: альтернативні торгові системи та різного роду аукціони.

У процесі свого обігу на ринку величезна кількість фінансових інструментів, як бездокументарної форми, так і класичних документарних, враховується складною обліковою інфраструктурою, що включає залежно від національних традицій, конкретного устрою і особливостей законодавства наступні елементи: депозитарії, зберігачі, реєстратори. Основним елементом системи розрахунків на фінансовому ринку і центральною ланкою у всій процедурі угоди є кліринг. Саме від конструкції системи, що відповідає за процедуру клірингу, багато в чому залежить ефективність фінансового ринку.

Дуже важливою складовою інфраструктури фінансового ринку є посередники, в тому числі і фінансові, які постійно взаємодіють між собою, а також з фірмами, підприємствами, домогосподарствами, що потребують фінансових ресурсів або фінансових послуг та з тими, у кого ці фінансові ресурси у наявності. Фінансовий ринок визначає ціну за користування фінансовими ресурсами, а відповідно, і обсяги фінансових ресурсів, які надаються у користування тих, хто їх потребує. Основними елементами даної складової інституційної підсистеми виступають: торговці цінними паперами, банки, кредитні спілки, фінансово-кредитні установи, компанії з управління активами, інвестиційні фонди.

За допомогою інституцій організаційної складової інфраструктури фінансового ринку учасники ринку в змозі отримати необхідні допоміжні послуги та продукти, які підвищують ефективність діяльності учасників, або зменшують існуючі ризики при здійсненні конкретних інвестицій на фінансовому ринку. До складу цієї складової входять: колекторські компанії, розробники програмного забезпечення, телекомунікаційні компанії.

У своїй єдності всі вище перелічені підсистеми зі своїми елементами утворюють внутрішній зміст інфраструктури фінансового ринку. Інформаційна складова забезпечує зв'язок інфраструктури із зовнішнім середовищем, яким для нас виступає решта економічної системи. Але інформація йде не тільки з інфраструктури зовні, а і повертається назад в

інститути інфраструктури фінансового ринку. Йде безперервний обмін інформацією між підсистемами, який не може бути нейтральним процесом, а є, по суті, безперервним їх взаємним пристосуванням. Звідси витікає необхідність періодичного закріплення сигналів прямого і зворотного зв'язку як для додання стійкості роботі систем, так і для фіксації досягнутого оптимуму, формою реалізації такого закріплення служить нормоутворення, регламентація діяльності самих інститутів.

Через інформацію та її безперервну циркуляцію здійснюється контроль за мірою інституційності самого інституту, і це стає можливим тільки через нормоутворення. Придатність або непридатність самого інституту, так само як і ступінь його відповідності потребам економіки, не можуть бути визначені інакше як через регламентацію його діяльності і контроль, перш за все, з боку держави [224].

Що стосується зовнішньої інфраструктури фінансового ринку, то нами вона представлена у вигляді інституційної підсистеми із організаційною складовою. До неї безпосередньо можна віднести аудиторські компанії, страхові компанії, оцінювачів, систему забезпечення ринку кваліфікованими кадрами, науково-дослідні організації, юридичні компанії.

Систему страхування на фінансовому ринку слід розглядати як необхідний елемент інфраструктури даного ринку, який є одним із найбільш високоризикових сегментів ринкових відносин. Можливості використання страхових технологій дозволяють мінімізувати ризики як професійних так і непрофесійних учасників фінансового ринку, сприяють зміцненню фінансової стійкості і підвищенню економічної безпеки їх операційної діяльності. Для зниження інфраструктурних ризиків і управління ними у всьому світі використовуються наступні методи: послуги спеціалізованих страхових компаній, участь у компенсаційних фондах, членство у товариствах взаємного страхування.

Юридичний консалтинг та аудиторські послуги складають специфічний сегмент інфраструктури фінансового ринку. Вони не пов'язані

безпосередньо з рухом фінансових ресурсів чи формуванням доходів та здійсненням витрат і видатків. Водночас їх призначення полягає у наданні таких послуг, що сприяють указаним процесам. Ці послуги можуть надаватись у різних сферах діяльності. Безумовно, до фінансового ринку, а точніше до ринку фінансових послуг належать ті, що надаються у сфері фінансової діяльності.

Юридичний консалтинг являє собою сукупність консультаційних послуг, що передують фінансовим операціям чи надаються у процесі їх здійснення. Функціонування юридичних фірм ґрунтується на високому професіоналізмі їх працівників, які можуть допомогти мінімізувати вартість залучених фінансових ресурсів, уникнути шахрайства на ринку, мінімізації податкового навантаження тощо.

Аудиторські послуги пов'язані з незалежною перевіркою фінансової діяльності і фінансової звітності окремих суб'єктів, тобто вони надаються після здійснення фінансових операцій. Аудиторські послуги надаються двом сторонам. По-перше, самому суб'єкту, якому дуже важлива незалежна оцінка його діяльності. По-друге, тим суб'єктам, які вступають з ним у фінансові взаємовідносини і для яких також важливо мати об'єктивну й достовірну оцінку його діяльності і фінансового стану. Наявність незалежного аудиторського контролю є певним стабілізуючим чинником функціонування фінансової системи у цілому.

Досить затребуваними послугами на фінансовому ринку є послуги оцінювачів. Дані суб'єкти підприємницької діяльності віднесені нами також до зовнішньої інфраструктури фінансового ринку як допоміжні послуги. Послуги кваліфікованого оцінювача на фінансовому ринку необхідні при забезпеченні банківського кредиту (застава майна), купівлі-продажу (виділення частки) бізнесу, а також під час роботи на ринку цінних паперів, здійснення інвестиційної діяльності, укладання страхових договорів, арешту майна, відшкодування заподіяної шкоди і т.д.

Сегмент різного роду консалтингових, аудиторських та особливо інформаційних послуг тісно пов'язаний з функціонуванням фінансового ринку, адже операції на ньому є досить ризикованими. Сукупність цих послуг є одним із методів хеджування ризиків, що виконує важливу роль у забезпеченні стабільності фінансового ринку і фінансової системи у цілому [202].

Необхідно відмітити, що інфраструктура фінансового ринку не може обійтися без науково-дослідної роботи та інститутів кадрового забезпечення фінансового ринку. В більшості випадків ці інституції поєднують в собі вказані два аспекти. Адже, готуючи спеціалістів для роботи на фінансовому ринку, навчальні заклади, у свою чергу, займаються і науково-дослідною роботою. Для роботи на фондовому ринку взагалі потрібні сертифіковані спеціалісти, які проходять відповідні курси у навчальних закладах, визначених державним регулятором.

Розглянутий склад елементів інфраструктури визначається їх потребою на ринку й залежить від наступних чинників: моделі розвитку фінансового ринку, економічного потенціалу країни і задач, що вирішуються державою в тому або іншому періоді часу.

Враховуючи функціональний зв'язок підсистем інфраструктури фінансового ринку та їхніх елементів, нами розподілено основні завдання інфраструктури фінансового ринку, які покликана виконувати кожна з підсистем інфраструктури даного ринку (табл. 1.5).

Таким чином, можна зробити висновок, що всі елементи інфраструктури фінансового ринку, що діють в межах окремих сегментів даного ринку, виконуючи певні функції, сприяють реалізації основної функції інфраструктури – пов'язувати один з одним всі сфери обслуговування фінансових активів з метою створення організаційно-економічних умов для розвитку фінансового ринку.

Таблиця 1.5 – Основні завдання підсистем інфраструктури фінансового ринку

Підсистеми інфраструктури		Завдання з обслуговування фінансового ринку
Матеріальна підсистема		Формування базових умов функціонування фінансового ринку
Технічна підсистема		<ul style="list-style-type: none"> - зберігання та обробка інформації; - зниження витрат щодо створення фінансових продуктів та забезпечення їх доступності для більш широкого кола споживачів; - перейняття на себе ризиків покупців-продавців фінансових активів щодо поставки їх та розрахунків за угодами; - забезпечення захисту та дотримання прав інвесторів
Інституційна підсистема	Торгова складова	<ul style="list-style-type: none"> - сприяння укладенню угод із фінансовими активами; - зменшення витрат щодо операцій купівлі-продажу фінансових активів; - підвищення ліквідності ринку фінансових інструментів
	Складова посередництва	<ul style="list-style-type: none"> - страхування інвестора від ризику прийняття невмотивованого інвестиційного рішення; - страхування цінового ризику на фінансовому ринку; - допомога в розміщенні серед інвесторів фінансових інструментів
	Облікова складова	<ul style="list-style-type: none"> - відповідальне зберігання паперових сертифікатів цінних паперів у власних сховищах чи разом з іншими депозитаріями в банку; - обслуговування і підтримка комп'ютеризованих систем безготівкових рахунків для цінних паперів і грошових виплат, які можуть бути зв'язані з банками чи іншими системами грошового клірингу на щоденній чи іншій регулярній основі; - підтримка рахунків і виконання угод через ці рахунки або в національній валюті або на мультивалютній основі; - реальна поставка чи переміщення з рахунку цінних паперів проти одночасної оплати відповідно до інструкцій клієнта; - отримання дивідендів, відсоткових виплат та виплат з погашення для всіх цінних паперів держателів та розподіл коштів по їх рахунках
	Інформаційна складова	<ul style="list-style-type: none"> - сприяння страхуванню інвестиційних ризиків; - прискорення руху ринкової інформації, що забезпечує стабільний обіг фінансових активів на ринку; - допомога в управлінні інфраструктурними ризиками
	Регулятивна складова	<ul style="list-style-type: none"> - розробка обов'язкових правил і стандартів професійної діяльності на ринку; - здійснення професійної підготовки кадрів; - встановлення професійних вимог, обов'язкових для роботи на ринку; - контроль за дотриманням учасниками ринку встановлених правил і нормативів; - розгляд скарг членів саморегулювальних організацій; - інформаційна діяльність на ринку; - забезпечення зв'язку і представлення інтересів учасників ринку в державних органах управління
	Організаційна складова зовнішньої інфраструктури	<ul style="list-style-type: none"> - скорочення витрат системи фінансового ринку; - безпосередня участь у формуванні інститутів ринку; - прийняття на себе фінансових ризиків щодо неотримання грошових коштів; - допомога учасникам фінансового ринку у здійсненні фінансово-господарської діяльності; - проведення оцінок ефективності діяльності суб'єктів фінансового ринку через інноваційні і наукові центри, академічні і ділові кола для ідентифікації і усунення наявних проблем
Підсистема інформаційного забезпечення		<ul style="list-style-type: none"> - забезпечує доведення інформації до всіх учасників фінансового ринку

Джерело: авторська розробка

Тобто головне завдання елементів інфраструктури – забезпечувати максимальну ефективність і своєчасне виконання угод, що укладаються на

фінансовому ринку. Необхідно зазначити, що йдеться не про внутрішню ефективність інфраструктури як замкнутого об'єкта, а про ефективність для ринку в цілому.

З урахуванням визначених нами в п. 1.3 даної роботи функцій, що властиві інфраструктурі фінансового ринку, та зазначених підсистем в табл. 1.5 і рис. 1.11 з їх елементами, в додатку Д зазначено можливість виконання тих чи інших функцій інфраструктури фінансового ринку основними інфраструктурними суб'єктами фінансового ринку.

Досить часто максимальна ефективність діяльності інфраструктурних елементів залежить від їх власника і від того як ними управляють. Зазвичай, основними інфраструктурними елементами володіють держава в особі регулюючих органів і безпосередньо самі професійні учасники ринку.

Можна спрогнозувати, що зацікавленість держави у прямому володінні інфраструктурними інститутами значно знизиться у разі реалізації урядом можливості безризикового отримання економічної корисності від інфраструктури. Найкраще ринкове управління здійснюють самі ринки; зрілий ринок має таку кількість балансуючої сили, що вдаватися до втручання уряду доводиться вкрай рідко.

В інших країнах світу держава, в основному, вийшла з депозитарного та торгового бізнесу, а уряди, які володіють інфраструктурою, здійснюють її приватизацію, нерідко за досить привабливою ціною. У деяких країнах інфраструктура, як і раніше, залишається під державним управлінням (Польща, Словаччина), але й ці країни планують провести приватизацію у вказаній сфері.

Позиції різних зацікавлених сторін можуть бути узагальнено представлені в таблиці 1.6, з урахуванням того, що будь-яка установа може мати безліч інтересів, тобто, наприклад, бути одночасно і акціонером, і користувачем і інвестором.

Таблиця 1.6 – Інтереси різноманітних зацікавлених груп в інфраструктурі фінансового ринку

Категорія зацікавленої сторони	Загальне	Управління	Володіння	Оцінка/Доходи
Власники інфраструктури	Очікують прибуток на акції в галузі на які можуть впливати безпосередньо	Менш зацікавлені, за виключенням випадків необхідності активізації ролі. Важлива якість менеджменту	Основний критерій. Захист міноритарних інтересів може бути важливим	Основний елемент
Користувачі (професійні учасники фінансового ринку)	Очікують ефективного надання послуг та справедливого розподілу витрат між учасниками	Активний інтерес по питанням від нових продуктів до загальних питань та цінової політики	Як спосіб досягнення управлінських цілей та отримання дивідендів з наданих оборотів	Пасивний інтерес за виключенням випадків отримання надприбутків за рахунок користувачів чи неправильного інвестування отриманих прибутків
Користувачі (емітенти)	Обсяг ліквідності, доступ до різних категорій інвесторів, зниження цін на лістинг	Не існує прямого інтересу	Не існує прямого інтересу	Не існує прямого інтересу
Користувачі (інвестори) в т.ч.	Обсяг ліквідності, низькі транзакційні витрати, доступність, прості і надійні розрахунки, низькі операційні ризики			
- вітчизняні	Плюс: доступ на зарубіжні ринки	Не існує прямого інтересу	Не існує прямого інтересу	Не існує прямого інтересу
- іноземні	Плюс: якість та ефективність інфраструктури, що відповідає кращим міжнародним практикам	Важлива якість менеджменту	Важливо для питань пов'язаних із кредитуванням	Загальна капіталізація важлива для питань пов'язаних із кредитуванням
Держава	Ефективне функціонування фінансового ринку та фінансової системи для підтримки економіки	Важлива якість менеджменту	Очікує економічні прибутки от володіння, а не фінансові	Не існує прямого інтересу
Регулятори ринку (НКЦПФР, Нацкомфін-послуг)	Основна ціль: захист інвесторів завдяки ефективній інфраструктурі з низькими ризиками. Ключовий момент: привабливість національного ринку	Конфлікт інтересів, важлива якість менеджменту	Конфлікт інтересів з роллю спостерігача	Головний арбітр у питаннях вартості послуг
Національний банк України	Інфраструктура має важливе системне значення для функціонування фінансового ринку, що дозволяє НБУ досягати встановлених законом цілей	Важлива якість менеджменту, наглядова роль при не виконавчих повноваженнях	Конфлікт інтересів з роллю спостерігача	Фінансово-стійка інфраструктура – важливий елемент національної фінансової системи
Менеджмент	Стабільність і можливості	Основний обов'язок	Як частина мотивації	Основний обов'язок і інтерес (при зв'язку між доходами та компенсаціями)

Джерело: узагальнено на основі [187]

Говорячи про право власності щодо інфраструктури фінансового ринку, необхідно пам'ятати, що завжди є можливість прямого продажу цього права іноземним учасникам та можливість передачі цього права власності іноземним учасникам внаслідок поглинання вітчизняних учасників іноземними власниками. У зв'язку з цим деякі уряди держав накладають певні обмеження на володіння інфраструктурою фінансового ринку іноземними власниками, що хоч і суперечить меті залучення іноземних інвестицій на внутрішній ринок, але в той же час не відлякує інвесторів.

Отже, ми бачимо, що в розвитку інфраструктури фінансового ринку зацікавлені не тільки вітчизняні інвестори та професійні учасники ринку, а і всі причетні до неї тим чи іншим чином особи.

Висновки до розділу 1

1. Проведене дослідження дозволяє зробити висновок про те, що інфраструктура є важливою складовою ринкових відносин і багато в чому визначає ступінь їх подальшого розвитку. Але в економічній літературі немає єдиної думки про те, що являє собою інфраструктура ринку. Ряд економістів вважають, що інфраструктура це умови навколишнього середовища, які необхідні для повсякденного проживання, інші визначають її як сукупність галузей господарства. Існує думка, що інфраструктура це сукупність інститутів які сприяють функціонуванню ринку, а також говорять про обслуговуючу функцію інфраструктури. В роботі визначено основні підходи щодо трактування поняття «інфраструктура», запропоновано вважати інфраструктурою як сукупність елементів, тобто не тільки послуги, інституції та сукупність галузей, а і технології, системи, норми.

2. Виходячи із трактування поняття «інфраструктура» в роботі досліджено та визначено поняття «інфраструктура ринку», «фінансова

інфраструктура» та «інфраструктура фінансового ринку», що дає змогу розрізняти дані дефініції та в подальшому визначити їх структурні складові.

3. Висхідною тезою розгляду сутності інфраструктури фінансового ринку є покликання того, що інфраструктура фінансового ринку є частиною (елементом, сегментом) структури ринкової системи. Доведено, що цей елемент є відносно самостійним, із своїм економічним змістом, який породжений і затребуваний системою фінансового ринку.

4. Проведене дослідження дозволяє сформулювати визначення інфраструктури фінансового ринку як сукупність елементів (інститутів, установ, організацій, технологій, норм, систем, індикаторів), що забезпечують, регулюють та створюють умови для ефективного, безперебійного, багаторівневого функціонування фінансового ринку та взаємодії його суб'єктів на основі купівлі-продажу фінансових активів.

5. Особливість інфраструктури як об'єкта дослідження, припускає виділення ряду загальних функцій, які властиві інфраструктурі будь-якого ринку та всім елементам інфраструктури в цілому. Це дозволяє розкрити економічний зміст ринкової інфраструктури як єдиної підсистеми ринкової економіки. Що стосується функцій окремих елементів інфраструктури, тобто окремих ринків, то вони вказують на їх специфіку, тому їх виділяємо як специфічні функції.

6. Враховуючи особливість розвитку та функціонування інфраструктури фінансового ринку визначено основні властивості, завдання та принципи виконання яких нерозривно пов'язане із інфраструктурною стратегією та інфраструктурною політикою.

7. У сучасних дослідженнях як вітчизняних, так і зарубіжних науковців-економістів неодноразово робилися спроби вироблення та надання системи критеріїв угруповання елементів інфраструктури фінансового ринку, але ці дослідження не мали повноти викладення матеріалу. Аналіз економічної літератури і періодичних видань дозволив вивести критерії угруповання елементів інфраструктури фінансового ринку, які лягли в

основу авторської класифікації основних елементів інфраструктури фінансового ринку.

8. У результаті проведеного на основі системного підходу комплексного дослідження фінансового ринку автором була визначена і структурована інфраструктура даного ринку, у складі якої були виділені внутрішня (системоутворююча) і зовнішня (допоміжна) складові. В дослідженні конкретизований склад елементів сучасної інфраструктури фінансового ринку, який незалежно від моделі фінансового ринку включає: матеріальну, технічну, інституційну та інформаційну підсистеми.

9. Розглянуто інтереси різноманітних зацікавлених груп, а саме власників інфраструктури, професійних учасників фінансового ринку, емітентів, інвесторів, державних регуляторів та менеджменту в інфраструктурі фінансового ринку. Охарактеризовано інтереси відносно управління, володіння та отриманого доходу.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [247; 251; 257; 258; 259; 263; 276; 281; 352; 285; 280; 287; 402, 403].

РОЗДІЛ 2. ФОРМУВАННЯ КОНЦЕПТУАЛЬНИХ ЗАСАД РОЗВИТКУ ТА РЕГУЛЮВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1 Характеристика основних етапів розвитку грошового та кредитного ринків України

Становлення та розвиток фінансового ринку відбувається паралельно із такими ж процесами, що стосуються інфраструктури даного ринку. У процесі становлення інфраструктури фінансового ринку, що організовує процес переливу капіталу, накопичення, мобілізації, здійснюється поетапний пошук раціональних різноманітних організаційних форм, що забезпечують ефективну взаємодію власників капіталу в процесі його руху та інвестування.

Безумовно, становлення інфраструктури фінансового ринку – це, перш за все, економічний процес, що відбувається протягом певного періоду часу, який має особливий економічний зміст, свої тенденції і закономірності, які виражаються в існуванні стійких зв'язків становлення інфраструктурних елементів та видів діяльності. Існують, наприклад, залежності рівня заощаджень і рівня інвестування, ставки по депозитах і ставки відсотка по кредитах, ступеня ризику і рівня прибутковості, ступеня задоволення потреб і інтересів і т.д.

В ході становлення інфраструктури фінансового ринку ці та інші зв'язки організовують сам процес становлення, роблять його більш впорядкованим, послідовним. Вони додають йому закономірний характер і роблять його стійким. Існує залежність наданих послуг з боку суб'єктів інфраструктури від потреб у них. Зміну співвідношення між цими економічними явищами можна назвати об'єктивною економічною закономірністю (тенденцією) становлення інфраструктури фінансового ринку.

Ця закономірність виражає залежність кількісної і якісної характеристик видів діяльності суб'єктів інфраструктури від кількісних і якісних моментів потреб в її послугах.

В свою чергу, дана залежність реалізується через дію організаційно-економічних основ функціонування ринку і свідчить про суть взаємозалежності процесів становлення інфраструктури на різних рівнях господарювання. Виявляється і реалізується ця взаємозалежність через кількісні показники: обсяги емісії, процентні ставки, банківські ставки по депозитах, величини попиту на капітал і т.д.

Визначення шляхів становлення інфраструктури фінансового ринку ґрунтується на загальних методологічних положеннях про те, що економічні процеси становлення тісно пов'язані з процесом розвитку. Закони розвитку економічних процесів – це закони руху соціально-економічної структури від одного стану до іншого, як в межах системи, так і стосовно її елементів. Закони розвитку у науковій літературі прийнято ділити на закони становлення, закони стійкого розвитку системи і закони зміни системи. Вони діють на різних рівнях господарювання і визначають процеси розвитку та становлення. Це слід враховувати при визначенні шляхів становлення інфраструктури.

Зазвичай, становлення інфраструктури фінансового ринку включає і припускає ці процеси, без них неможливий процес її розвитку в цілому. Важливо при цьому виявити тенденції і напрями цього процесу, його сильні і слабкі сторони, сформулювати визначальні чинники становлення, визначити шляхи і розробити політику дії на нього [158].

Становлення інфраструктури фінансового ринку ґрунтується на певній методологічній основі. При цьому можна виділити деякі методологічні положення, а саме:

- становлення інфраструктури фінансового ринку є складовою процесу економічного розвитку країни;

- становлення інфраструктури включає створення моделі обслуговування процесу руху капіталу, її розвиток відповідно до змінних умов на фінансовому ринку;

- перспективи і напрями розвитку інфраструктури фінансового ринку визначаються загальними тенденціями розвитку економіки країни.

Дані методологічні положення дослідження процесу становлення інфраструктури фінансового ринку України визначають структуру і логіку проведеного дослідження, розставляють акценти на найважливіших питаннях і напрямках. Перш за все, відповідно до цих методологічних положень нам слід визначити: який критерій покласти в основу виділення шляхів становлення інфраструктури. Таким, ймовірно, може стати комплексність зміни системи інфраструктури в процесі її становлення. Тому вибір шляхів становлення інфраструктури фінансового ринку повинен припускати можливість цілісної зміни системи.

Становлення інфраструктури фінансового ринку безсумнівно є економічним процесом придбання даною системою здатності проявити своє суспільне призначення через реалізацію своїх функцій. На створення механізму прояву цього призначення, організаційно-економічних основ становлення інфраструктури впливає безліч чинників, явищ, подій, але всі вони вибірково впливають на ті або інші елементи системи. Щоб у цілому комплексно представити процес становлення інфраструктури, необхідно проаналізувати як і під впливом яких чинників відбувається становлення її організаційно-економічних основ функціонування, як виникають і розвиваються інститути (елементи) інфраструктури, які існують особливості цих процесів на різних рівнях, етапах розвитку фінансового ринку.

Ми допускаємо, що сам процес становлення – процес тривалий і в якійсь мірі постійний, оскільки розвиток економіки, зміна темпів, напрямів її руху, структурні перетворення неминуче знов вимагають змінити, адаптувати, удосконалювати інфраструктуру фінансового ринку. Тому як шлях становлення інфраструктури фінансового ринку ми вважаємо

становлення організаційно-економічних основ її функціонування. Актуальність і реальність цього шляху пов'язана з тим, що в ході становлення організаційно-економічних основ функціонування відбувається становлення самої інфраструктури фінансового ринку як функціональної економічної системи, а також видозміна цієї функціональної системи (розвиваючись, він робить її досконалішою та ефективнішою). Отже, процеси становлення тісно пов'язані з процесами розвитку, і досить часто їх важко розмежувати і розділити.

Становлення організаційно-економічних основ функціонування на загальногосподарському рівні означає формування методів, способів, форм, інструментів та їх використання суб'єктами в певній комбінації, відповідній економічним умовам. Комбінації ці залежать від обсягу фінансових активів, що працюють на економічне зростання, від них залежить і набір чинників, що впливають на становлення організаційно-економічних основ функціонування інфраструктури фінансового ринку (рис. 2.1).

Становлення організаційно-економічних основ функціонування інфраструктури фінансового ринку на державному рівні, не говорячи вже про регіональну складову, ускладнюється незрілістю, деформованістю товарно-грошових відносин і нерозвинутістю ринкової інфраструктури, недосконалістю законодавчої бази, дефіцитом кадрів, які б повністю розуміли специфіку того чи іншого сегмента фінансового ринку і здатних якісно працювати в умовах ринкової економіки. Через це її розвиток йде повільно, з відхиленнями, достатньо суперечливо, навіть порівняно з найближчими сусідами нашої країни, в тому числі і з Росією.

Економічний процес становлення інфраструктури фінансового ринку обумовлений існуючою економічною системою, дією об'єктивних економічних законів.

Будь-який процес чи явище, проходить в своєму розвитку певні етапи або стадії, відмічаємо те, що інфраструктура фінансового ринку в цьому не є

виключенням. Пройшовши стадію зародження, явище рухається у напрямі становлення.

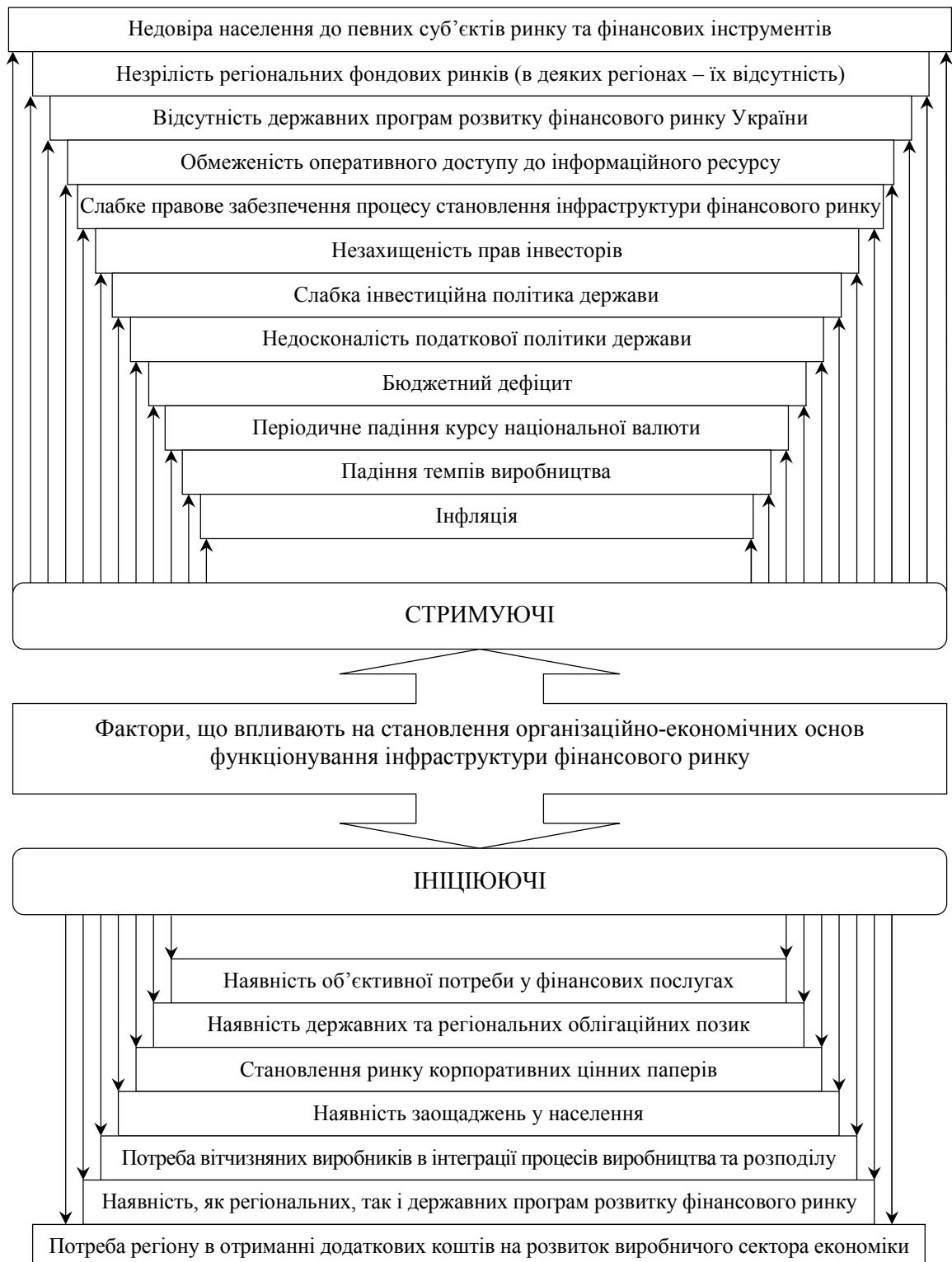


Рисунок 2.1 – Фактори, що впливають на становлення організаційно-економічних основ функціонування інфраструктури фінансового ринку (узагальнено автором на основі [159])

Становлення – це процес тривалий у часі. Між зародженням явища і початком його становлення проходить етап формування. Формуватися – тобто складатися, придбавати закінченість, зрілість. Формування містить в собі формування сутнісних рис явища. До формування ми більше відносимо характер суб'єктивного впливу на процес. Під формуванням ми розуміємо цілеспрямовану дію на явище або процес.

На етапі становлення явище в своїй суті вже сформувалося, риси суті явища себе проявили. Якщо відбувається недостатня формуюча дія, то явище буде тим, що саморозвивається, але в цьому випадку воно може приймати менш бажані форми. Якщо не відбуватиметься цілеспрямованої дії, то виникатимуть якісь інші сили, які формуватимуть процес (явище) у бік менш прийняттого. Ізольовано ці процеси існувати не можуть, а їх синтез і створює певний стан, який визначається як становлення.

З усього різноманіття процесів, що постійно відбуваються, виникнення нового і зникнення старого в інфраструктурі фінансового ринку, із становленням пов'язані ті процеси, де відбувається поява нових, стійких видів діяльності по обслуговуванню ринкового процесу з новою соціальною якістю. Крім того, цей процес обумовлений діяльністю суб'єктів таких відносин, які привносять у цей процес свою волю, свій вибір. Тому об'єктивні процеси прояву наявних у даної категорії властивостей реалізуються через суб'єктивно вибрані і організовані способи їх виразу [158].

Інфраструктура фінансового ринку України та її елементи в своєму розвитку пройшли неоднозначний шлях. При цьому необхідно відмітити, що деякі сегменти фінансового ринку разом із інфраструктурою більш розвинуті, а деякі все ще відстають у своєму розвитку. Багато хто з дослідників відмічають про те, що інфраструктура фінансового ринку на сьогоднішній день є несформованою, незрілою, або практично відсутня. Звичайно, за такий короткий час у формуванні фінансового капіталу і розвитку фінансового ринку очікувати більш-менш помітних результатів не можна. Але в той же

час з такими твердженнями важко погодитися, адже за певними критеріями по деяких сегментах фінансового ринку в дослідженнях Світового Банку Україна входить до першої тридцятки країн світу, випереджаючи Росію і деякі країни Європи. Сучасний рівень розвитку у країнах з класичною ринковою економікою став результатом тривалої еволюції ринкових відносин протягом кількох десятиліть. Зазначимо, що у країнах Східної Європи, які почали переходити до ринку раніше за Україну, рівень ринкових відносин також не досяг рівня розвинутих країн.

Враховуючи вищесказане, доцільно буде проаналізувати та виділити основні етапи розвитку інфраструктури фінансового ринку України за двома сегментами даного ринку. До першого сегмента ми віднесемо елементи інфраструктури, які входять до грошового та кредитного сектора фінансового ринку, а другий сегмент представлятимуть інститути фондового ринку.

Перш ніж розглядати еволюційний розвиток інфраструктури фінансового ринку, необхідно зазначити, що однією з найважливіших передумов розвитку даного ринку в Україні є також освоєння досвіду розвинутих країн вітчизняними бізнесменами й економістами як на основі вивчення друкованих джерел, прямих контактів і консультацій із зарубіжними фахівцями, так і через обмін кадрами, проходження стажування або навчання у світових фінансових центрах. Це дало можливість сформувати більш кваліфіковані кадри бізнесменів і вчених, поширити в Україні вітчизняний та зарубіжний науковий і практичний досвід організації, функціонування та регулювання як інфраструктури, так і фінансового ринку в цілому [341].

Основою становлення та розвитку інфраструктури фінансового ринку та розмежування його на основні етапи є прийняття різноманітних нормативно-правових актів, створення державних регуляторів ринку та безпосередньо самих інфраструктурних елементів. Також на розвиток інфраструктури фінансового ринку великий вплив мали різноманітні події та

зміни у вигляді фінансових криз як на місцевому рівні, так і в глобальному масштабі.

Отже, розпочинаючи аналізувати процес становлення та розвитку інфраструктури фінансового ринку України з грошового та кредитного ринку, необхідно відмітити, що основними і найбільш розвинутими гравцями в даному сегменті є банки. Тому і розподіл за етапами в основному буде зосереджуватись на розвитку саме цих інфраструктурних елементів.

Якщо розглядати інфраструктуру грошової та кредитної систем ще радянської України, то на той час у республіці були створені контори Держбанку, Будбанку та відділення Зовнішекономбанку СРСР. На території України Держбанк СРСР став єдиним центром розрахунків, єдиним емісійним та касовим центром, ці ж функції мала республіканська контора в Україні, але емісія грошей та видача кредитів здійснювалася лише з дозволу Москви. Ця система функціонувала до 1987 року, коли було здійснено чергову реорганізацію діючих банків та організовано спеціалізовані: Держбанк СРСР, Промбудбанк СРСР, Агропромбанк СРСР, Житлосоцбанк СРСР та Ощадбанк СРСР з відповідними конторами у республіках, з управліннями в автономних республіках, краях, областях та за необхідності – з відділеннями у окремих містах та районах.

Розвиток інфраструктури грошового та кредитного ринку уже незалежної України нараховує, на наш погляд, як мінімум шість етапів (табл. 2.1).

Охарактеризовуючи основні етапи розвитку інфраструктури грошового та кредитного ринків України, необхідно відзначити, що всі основні події відбувалися, починаючи з 1991 року – як початку першого етапу. Даний етап умовно можна назвати “етапом становлення”.

На стадії формування даного ринку інфраструктура мала зародковий характер. Лише невелика кількість комерційних банків, створених на базі колишніх відділень державних банків, мали приміщення, в тій чи іншій мірі пристосованих для надання банківських послуг. Більшість новостворених

банків орендували непристосовані для банківської діяльності площі. Реклама носила іміджевий та інформативний характер, не розкривала спектр пропонованих банками продуктів, лише констатує виникнення. Таким чином, на першому етапі формування інфраструктури грошового та кредитного ринків, перш за все, створювалася їх матеріальна підсистема: зводилися нові будівлі або реконструювалися наявні площі з урахуванням специфіки діяльності комерційних банків. Банки купували комп'ютери і формували власні локальні системи і сховища даних.

Таблиця 2.1 – Характеристика етапів розвитку інфраструктури грошового та кредитного ринку України

№ етапу	Назва етапу	Термін, років	Характеристика етапу
1	Етап становлення	1991–1993	Забезпечення правового регулювання – як державного (на основі нормативно-правових актів та державних органів), так і саморегулювання. Вихід на міжнародний ринок. Створення матеріальної та інформаційної підсистеми
2	Етап банкрутства банків та стримання інфляції	1994–1995	Призупинені інфляційні процеси, ліквідовані банки, які були не готові працювати в умовах більш жорсткого контролю з боку Національного банку України. Запроваджено електронну систему платежів
3	Етап розвитку	1996–2001	Відбулося якісне оздоровлення банківської системи, введення грошової одиниці України. Сталася перша реальна банківська криза. Вдосконалення нормативно-правової бази щодо банківської діяльності. Створено Фонд гарантування вкладів фізичних осіб
4	Етап вдосконалення	2002– I півріччя 2008	Проведення комплексу управлінських, кадрових, технологічних та технічних перетворень у банківській системі. Присутність іноземних банків та розширення спектра банківських послуг. Розширення банками філіальної мережі. Запровадження пластикових карток. Створення Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг. Розпочато ведення Державного реєстру фінансових установ. Створення та розширення діяльності нових інфраструктурних суб'єктів, зокрема бюро кредитних історій, фондів операцій з нерухомістю, фондів фінансування будівництва, Державної іпотечної установи
5	Етап фінансової кризи	II півріччя 2008-2010	Масове банкрутство, злиття та поглинання банків. Рекапіталізація та націоналізація банків. Втрата довіри до фінансово-кредитних інститутів. Зростання обсягів ломбардного бізнесу
6	Етап модернізації	2011 – теперішній час	Реформуванням системи державного управління банківською системою України, надання їй упереджувального, антикризового характеру. Повернення довіри клієнтів до своєї діяльності та підвищення рівня конкурентоспроможності її учасників, застосування заходів щодо зниження фінансових ризиків. Більш жорстке регулювання з боку державних органів

Джерело: сформовано автором

У 1991 році з початком введення в дію Закону України “Про банки та банківську діяльність” (Верховна Рада УРСР; від 20.03.1991 № 872-ХІІ) були зроблені перші спроби створення банківської системи ринкового типу, якій була притаманна дворівнева структура. Відповідно до цього закону у березні 1991 року на базі Української республіканської контори Держбанку СРСР було утворено Національний банк України (НБУ). З перших днів його діяльність була спрямована на зміцнення державності України, він проводить єдину державну політику у сфері грошового обігу, кредитування та забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Крім того, перший етап ознаменувався створенням Валютної біржі НБУ, прийняттям України до Міжнародного валютного фонду та Світового банку, а також вступом України до Європейського банку реконструкції та розвитку. Всі ці події відбулися в 1992 році. З 1992 року починають з’являтися перші українські банки ринкового типу. 1993 рік характеризується як рік становлення інформаційної інфраструктури вищезазначених ринків. У цьому році було видано перший випуск журналу “Вісник Національного банку України” та запроваджено систему електронної пошти.

Що стосується регулювання у банківській сфері, то в цей час ще залишається недосконалою нормативно-правова база, яка сприяла створенню дрібних “кишенькових” банків, які заробляли капітал лише за рахунок використання гіперінфляції.

У кінці 1992 року у реєстрі НБУ було зафіксовано 133 банки, ліквідовано 3 банки. На кінець 1993 року у книзі реєстрації вже 211 банків, ліквідовано протягом цього року ще 6 банків (табл. 2.2).

У незалежній Україні одними із перших кроків щодо створення та діяльності кредитних спілок було прийняття проекту Закону України “Про кредитні спілки” (постанова Президії ВР України від 29.09.1992 № 2651-ХІІ). Перші кредитні спілки відновили свою діяльність саме в 1992 році (створено перші 2 кредитні спілки в м. Кривий Ріг та м. Стрий (Львівська область)).

Таблиця 2.2 – Кількість інфраструктурних суб'єктів грошового та кредитного ринків України

Назва суб'єкта	Роки																				
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Банки, всього	60	133	211	228	230	229	227	214	203	195	189	182	179	182	186	193	198	198	197	194	198
в т.ч.																					
- що мають ліцензію НБУ	-	-	-	115	134	146	157	161	153	149	152	157	158	160	165	170	175	184	182	176	176
- державні	-	-	-	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
- акціонерні товариства	-	-	-	159	169	177	184	178	173	167	162	153	133	132	133	153	163	167	176	175	175
- товариства з обмеженою відповідальністю	-	-	-	67	59	50	41	34	28	26	25	26	24	28	32	40	35	31	6	1	1
- з іноземним капіталом	-	-	-	12	12	14	22	28	30	31	28	20	19	19	23	35	47	53	51	55	53
- із 100 % іноземним капіталом	-	-	-	1	1	2	6	9	8	7	6	7	7	7	9	13	17	17	18	20	22
- що мають ліцензію НБУ на валютні операції	-	-	-	115	134	146	157	161	153	149	149	153	156	158	162	167	175	182	181	176	176
Кредитні установи	-	2	2	75	150	198	250	68	81	98	102	114	1100	612	725	781	834	878	816	730	687
в т.ч.																					
- кредитні спілки	-	2	2	75	150	198	250	68*	81*	98*	102*	114*	370	612	723	764	800	829	755	659	610
- інші кредитні установи	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	3	7	20	32	42	48
- юридичні особи публічного права	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14	27	29	29	29	29
Ломбарди	-	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	181	262	322	315	309	314	373	426	452
Фінансові компанії	-	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	45	76	118	170	194	209	222	243
в т.ч.																					
- управителі фонду фінансування будівництва	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7	51	80	101	113	95	87	88
- що створюють фонд операцій з нерухомістю	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	5	10	11	10	10	11
- що мають ліцензію НБУ на валютні операції	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1228	1183	1343	1695	1437	1613	1491	609	529	562	н/д
Лізингові компанії (фінансовий лізинг)	-	-	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	14	50	24	149	219	240	243	250	269
- фінансові компанії	-	-	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	4	12	24	25	27	32	32	51	62
- лізингодавці	-	-	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д	10	38	н/д	124	189	208	211	199	207
Бюро кредитних історій	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	3	4	5	5	6	6
Фонд гарантування вкладів фізичних осіб	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Факторингові компанії	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11	25	29	н/д	47	64	78	99

* - кількість кредитних спілок, які є членами Національної асоціації кредитних спілок України

Джерело: сформовано автором

Відновлення кредитних спілок відбувалося за підтримки української діаспори з Канади та США. В 1993 році Указом Президента було затверджено Тимчасове положення про кредитні спілки в Україні (Указ Президента України від 20.09.1993 № 377/93), яким кредитні спілки були віднесені до громадських організацій, які надавали фінансові послуги.

Але все ж таки на даному етапі стан банківської системи не можна вважати стабільним. На це вплинуло декілька факторів:

- по-перше, несприятлива економічна ситуація, відсутність стабілізаційних реформ та політика центрального банку у сфері видачі дозволів на відкриття нових банків;

- по-друге, центробанк не здійснював активної антиінфляційної політики. Державні витрати фінансувались черговою емісією грошей.

Таким чином, можна зробити висновок, що на першому етапі формування грошового та кредитного ринків в Україні повільно формується дворівнева банківська система, що складається з Національного банку та комерційних банків. За цей період стрімко збільшилась кількість комерційних банків, але не було сформовано ефективного механізму впливу з боку Національного банку України на комерційні банки. В цей час з'явилася альтернатива банкам у кредитуванні – кредитні спілки.

Наступними подіями в розвитку даних ринків були процеси банкрутства банків та стримання інфляції, які відбувалися на другому етапі в 1994–1995 рр. Ситуація у банківській системі України у 1994–1995 рр. була послідовним наслідком політики, яка здійснювалась раніше, тобто в умовах низьких вимог щодо наявності капіталу, високої інфляції та ліберальної ліцензійної політики НБУ. Процес масового банкрутства комерційних банків вніс ускладнення у функціонування не тільки банківської системи, а й позначився на всій економічній системі, була підірвана довіра до банківської системи у вкладників. Разом з тим експерти зв'язували цей етап з позитивними змінами у формуванні банківської системи. На їх думку, в цей період на основі монетарної політики були призупинені інфляційні процеси,

ліквідовані банки, які були не готові працювати в умовах більш жорсткого контролю з боку Національного банку України. Не готові до зміни кон'юнктури фінансового ринку, до управління банківськими процесами зсередини, ці банки опинилися на межі банкрутства. Багатьом із них не вдалося утриматися на плаву: 1994 року ліквідовано 11 збанкрутілих банків; 1995 року – 20, серед яких і найбільші (“Інко”, “Відродження”, “Економбанк”, “Лісбанк”); 1996 року прямими банкрутами стали 45 банків та 60 опинилися у стані прихованого банкрутства і ще протягом багатьох років виборювали право на існування. Зрозуміло, це не могло не внести певних додаткових ускладнень у функціонування всієї банківської системи. Для цього періоду характерні й інші процеси, які істотно впливали на структуру банківської системи України. Так, на кредитно-фінансовому ринку України починають працювати 12 іноземних банків та їх представництва.

Концентруючи свою діяльність на боротьбі з гіперінфляцією, НБУ в цей період здійснював рестрикційну грошову політику, яка полягала в обмеженні емісії готівкових коштів та скороченні кредитних ресурсів.

Крім вищеописаних процесів у цьому періоді було впроваджено електронну систему платежів, запроваджено нові прогресивні технології перерахування коштів на основі електронних платежів, що дало змогу досягти світового рівня обробки інформації у сфері міжбанківських розрахунків, значно підвищити їхню надійність, обмежити ризик створення фальшивих грошей в обігу та скоротити до мінімуму термін проходження платежів. Систему було визнано найшвидкіснішою в Європі, введено в дію потужності з друкування банкнот та карбування монет.

Можна сказати, що завершився етап екстенсивного розвитку банківської системи, її діяльності, характеру взаємодії з іншими економічними структурами, відомствами і організаціями, включаючи державу.

Третій етап – 1996–2001 рр. – характеризується якісним оздоровленням банківської системи, здійснено ряд дій у напрямку відновлення стабільності і

модернізації банківської системи. На цьому етапі Національним банком України було створено умови для введення грошової одиниці України – гривні, поліпшення регулювання та вдосконалення системи банківського нагляду. Але в той же час у 1998 році на пострадянських теренах сталася перша реальна банківська криза з епіцентром в Росії і периферійними відгуками в Україні, яка спричинила обвал банківської системи в Україні та викликала девальвацію гривні у відношенні до долара.

Незважаючи на негативні події, визначальними ознаками третього етапу розвитку грошового та кредитного ринків є вдосконалення нормативно-правової бази щодо банківської діяльності. Був прийнятий закон України “Про Національний банк України” (від 20.05.1999 № 679-XIV), в якому вже чітко були визначені функції та статус Національного банку. Крім того, в 1998 році відбувся перехід до міжнародних стандартів обліку банківських операцій та впроваджено зовнішній аудит у банках, що дозволило оцінити реальну ситуацію.

У цей час Financial Action Task Force розмістила Україну у списку країн, які не приєдналися до співробітництва у сфері боротьби з явищем відмивання брудних грошей та фінансування тероризму і не прийняли необхідних для цього законів. Вимоги у даній сфері стосуються підготовки учасників банківської системи до боротьби з явищем відмивання грошей.

З метою зміцнення фінансової стабільності створено Фонд гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО), завданням якого є страхування депозитів фізичних осіб у банках та гарантування відшкодування вкладених коштів у випадку банкрутства банку. Але з огляду на низький рівень гарантованої квоти відносно квоти депозиту застосований підхід не забезпечував належного захисту депозитів фізичних осіб. Створення цього інфраструктурного суб'єкта відбувалося за рахунок прийняття Указу Президента “Про заходи щодо захисту прав фізичних осіб – вкладників комерційних банків” (від 10.09.98 № 996/98), на основі якого було прийнято Положення про порядок створення фонду гарантування вкладів

фізичних осіб, формування та використання його коштів (від 10.09.98 № 996/98), а пізніше і Закон України “Про фонд гарантування вкладів фізичних осіб” (від 20.09.2001 № 2740-III).

Щодо інфраструктури банківської системи, то також визначальними моментами третього етапу її розвитку було відкриття у листопаді 1998 року єдиної сторінки Національного банку України у міжнародній комп’ютерній мережі Інтернет та створення у вересні 1999 року Навчального центру Національного банку України. І, нарешті, був прийнятий новий, більш цивілізований Закон “Про банки та банківську діяльність” (від 07.12.2000 № 2121-III).

Поряд із прийнятими новими законодавчими актами в банківській системі відбулися нововведення і в діяльності небанківських фінансово-кредитних інститутів. А саме в 2001 році було прийнято Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг” (від 12.07.2001 № 2664-III), який дає визначення фінансових активів, фінансової та кредитної установи, містить перелік фінансових послуг. Також 20 грудня цього ж року було прийнято Закон України “Про кредитні спілки” (від 20.12.2001 № 2908-III), яким визначено організаційні, правові та економічні засади створення і діяльності кредитних спілок, їх об’єднань, а також права та обов’язки членів кредитних спілок.

Окрім банків та кредитних спілок на ринку почали з’являтися та активно діяти такі кредитні установи, як ломбарди та компанії з надання послуг фінансового лізингу. Передувало цьому прийняття Кабінетом Міністрів України Постанови “Про створення мережі пунктів з ломбардного кредитування населення під заставу виробів із дорогоцінних металів та з дорогоцінним камінням” (від 26.01.1998 № 91) та Закону України “Про фінансовий лізинг” (від 16.12.1997 № 723/97-ВР).

Аналізуючи діяльність банків як основу інфраструктури фінансового ринку, то на четвертому етапі її розвитку, а саме 2002 р. – I півріччя 2008 рр., головною стратегічною метою їх діяльності було проведення комплексу

управлінських, кадрових, технологічних і технічних перетворень для забезпечення умов розвитку банку як стабільного фінансового інституту, здатного зайняти лідируючі позиції на ринку фінансових послуг.

На даному етапі продовжувався розвиток банківської системи, основними стимулами якого були іноземні банки. У період 2004-2007 рр. відбувалися поглинання українських банків великими іноземними банками. Однією з перших таких операцій в Україні стало поглинання другого по величині вітчизняного банку “Аваль” компанією Raiffeisen International. Вартість операції становила 1 028 млрд дол. США. На увагу заслуговує також купівля 85 % акцій Укрсоцбанку банком Banca Intensa (Італія) вартістю 1,16 млрд дол. США. У цей період здійснено також продаж менших пакетів акцій великих українських банків закордонним інвесторам (УкрСиббанк, Форум, ВАБанк, Мрія).

Активна присутність іноземних банків вплинула на розширення спектра банківських послуг. Зокрема, з'явилися такі продукти, як роздрібні банківські послуги, управління портфелем цінних паперів, фінансовий консалтинг.

Даний період став одним із найважливіших етапів розвитку саме небанківських фінансово-кредитних інститутів. Цьому слугувало, перш за все, створення в 2002 році Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг (ДКРРФП) як центрального органу виконавчої влади, основним завданням якого є регулювання небанківського фінансового сектора України. Цей державний орган було створено у відповідності із Указом Президента “Про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України” (від 11.12.2002 № 1153/2002) та Положення про Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України (Указ Президента від 04.04.2003 № 292/2003).

Саме із створенням даного державного регулятора почала більш активно розвиватися інфраструктура ринку небанківських фінансових послуг. Перш за все, у 2003 році була проведена робота з підготовки до

реєстрації фінансових установ, яка передбачала внесення інформації про фінансові компанії до Державного реєстру фінансових установ, встановлення вимог до облікової та реєструючої системи цих компаній. Крім того, було визначено пріоритети і напрями подальшого розвитку системи кредитної кооперації та мікрокредитування в Україні, підняття на новий рівень діяльності кредитних спілок. Розпочалася процедура перереєстрації кредитних спілок і вони змінили статус з “громадського об’єднання” на “фінансову установу”.

У зв’язку із збільшення кредитування як фізичних, так і юридичних осіб, у цей період на ринку виникла необхідність у створенні та діяльності так званих агентів, кредитних брокерів, фінансових конгломератів тощо. Вони досить жваво почали розвивати свою діяльність і тим самим стали складати конкуренцію основним суб’єктам інфраструктури фінансового ринку. Законодавчо їх діяльність практично ніяким чином не закріплювалась.

Діяльність таких суб’єктів ринку, як ломбарди, навіть ще на даному етапі розвитку інфраструктури фінансового ринку, не мають цілісного, сформованого законодавчого поля. Тільки з 2005 року вони почали керуватися у своїй діяльності Положенням “Про порядок надання фінансових послуг ломбардами” (від 26.04.2005 № 3981).

Щодо суб’єктів фінансового лізингу, то Україна на даному етапі вийшла на більш значимий рівень, а саме було прийнято Закон “Про приєднання України до Конвенції УНІДРУА про міжнародний фінансовий лізинг” (від 11.01.2006 № 3301-IV).

Необхідно також зазначити, що в Україні, починаючи з 2005 року функціонують бюро кредитних історій – юридичні особи, що збирають, зберігають та використовують інформацію, яка складає кредитну історію. Основною метою їхньої діяльності є зниження кредитних ризиків банків і небанківських кредитних інститутів та захист від недобросовісних позичальників. Відлік діяльності цих інфраструктурних елементів розпочався із прийняттям Верховною Радою України Закону “Про організацію

формування та обігу кредитних історій” (від 23.06.2005 № 2704-IV). Саме ним визначаються принципи формування та ведення кредитних історій, права їхніх суб’єктів, вимоги до захисту інформації, яка становить кредитну історію, а також порядок створення, діяльності та ліквідації бюро кредитних історій.

Одним із головних досягнень в розвитку інфраструктури фінансового ринку на даному етапі є розвиток ринку іпотеки та його інфраструктурних елементів. Саме з прийняттям Закону України “Про іпотеку” (05.06.2003 № 898-IV) та Закону “Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю” (19.06.2003 № 978-IV) почав активізуватися в Україні процес формування іпотечної інфраструктури, який у 2006-2007 рр. призвів до необхідності виходу на якісно новий рівень розвитку іпотечного ринку. Вищезазначені законодавчі акти дали змогу залучати кошти населення через фонди фінансування будівництва (ФФБ) та фонди операцій з нерухомістю (ФОН), тим самим зменшуючи ризики і роблячи процес інвестування прозорішим.

Також 10 серпня 2004 р. Кабінетом Міністрів України була затверджена Концепція створення національної системи іпотечного кредитування (Розпорядження від 10.08.2004 № 559-р), яка передбачала створення за участю держави іпотечної установи другого рівня. Таким чином, згідно з Постановою Кабінету Міністрів України від 08 жовтня 2004 року № 1330 була створена Державна іпотечна установа, головним завданням якої є рефінансування іпотечних кредиторів (банків і небанківських фінансових установ, які провадять діяльність з надання забезпечених іпотекою кредитів) за рахунок коштів, що надійшли від розміщення цінних паперів, сприяння подальшому розвитку ринку іпотечного кредитування.

На наступному, п’ятому етапі розвитку аналізованої інфраструктури, який визначений нами в межах II півріччя 2008-2010 рр., банківська система України зіткнулася зі світовою фінансовою кризою, яка, на жаль, призупинила розвиток банків та підірвала довіру до банківської системи в

цілому. Даний період характеризується масовим банкрутством, злиттям та поглинанням банків, відбувається рекапіталізація та націоналізація банків, сформувалася думка про неадекватність діяльності банківської системи та її законодавче забезпечення. Проблеми комерційних банків висвітили недосконалу роботу Національного банку України, а особливо його наглядову функцію і невідповідність Закону “Про Національний банк України” вимогам сучасної модернізації банківської системи.

Ця фінансова криза спричинила втрату довіри не тільки до менеджменту фінансово-кредитних інститутів, але й до державних установ, які не виконали своїх контрольно-наглядових обов’язків. Втрата довіри повністю зруйнувала ринок міжбанківських трансакцій і стала рушійним поштовхом до кризи.

На тлі фінансової кризи, практично всі інфраструктурні суб’єкти грошового та кредитного ринків зазнали значних збитків та втратили довіру своїх клієнтів. У зв’язку з цим кількість суб’єктів ринку фінансових послуг та банківської системи протягом 2009–2010 рр. почала зменшуватися (див. табл. 2.2).

Єдиними учасниками фінансового ринку, що не скоротили свою діяльність, а навіть навпаки, кількість їх збільшилася протягом даного періоду, є ломбарди. Необхідно відмітити, що в умовах фінансової кризи ломбарди, активізувавши свою діяльність, створили серйозну конкуренцію банківським установам та кредитним спілкам саме у сфері кредитування фізичних осіб. На цьому ж етапі розвитку небанківської фінансово-кредитної інфраструктури постановою Верховної Ради України нарешті було прийнято за основу проект Закону України “Про ломбарди і ломбардну діяльність” (від 19.05.2009 № 1351-VI).

I, нарешті, останній, шостий етап – 2011 р. – теперішній час, характеризується реформуванням системи державного управління банківською системою України, наданням їй упереджувального, антикризового характеру. Повернення довіри клієнтів до своєї діяльності та

підвищення рівня конкурентоспроможності її учасників є основним завданням суб'єктів фінансового ринку. Також на даному етапі відбувається застосування фінансовими компаніями заходів щодо зниження фінансових ризиків та більш жорстке регулювання їх діяльності з боку державних органів.

У результаті кризи 2009–2010 рр. і загострення проблеми банківської системи стала очевидною неможливість збереження статусу сучасної фінансової установи без застосування новітніх технологій. Таким чином, шостий етап відзначений початком масштабного застосування новітніх технологій в основних сферах діяльності грошового та кредитного ринку.

Наведені вище етапи розвитку і трансформації грошового та кредитного ринків України та їх інфраструктури не вирішили всіх проблем. Незважаючи на значні якісні зміни у сфері структури, регулювання та рівня конкуренції, і надалі перед вітчизняною грошово-кредитною системою у процесі її трансформації стоять завдання, до яких можна віднести: необхідність прийняття стабільних, наближених до європейських стандартів правових норм, зміцнення незалежності центробанку, реорганізацію банківського нагляду та впровадження рекомендацій Базельського комітету у справах банківського нагляду і Директив Ради ЄС, зміцнення капіталу вітчизняних фінансових компаній, а також покращення якості наявних у них активів.

2.2 Характеристика основних етапів розвитку фондового ринку України

Не менш важливе значення в розвитку інфраструктури фінансового ринку має інфраструктура фондового ринку. Як уже зазначалося нами раніше, фондовий ринок є другою основною складовою фінансового ринку.

Слід відмітити, що проблеми формування та розвитку фондового ринку і його інфраструктури активно обговорюються в економічній літературі, оскільки вони важливі не лише з теоретичної, а й з практичної точки зору. Тим більше, що на сьогодні в Україні роль ринку цінних паперів, як інструмента залучення інвестиційних ресурсів, зростає. Тому невід’ємним елементом у нашій роботі є виділення певних етапів розвитку інфраструктурних інститутів ринку цінних паперів. Так, узагальнення різних економічних джерел і подій, що сталися з часів незалежності України, дозволяє виокремити та охарактеризувати етапи розвитку інфраструктури ринку цінних паперів України (табл. 2.3).

Таблиця 2.3 – Характеристика етапів розвитку інфраструктури фондового ринку України

№ етапу	Назва етапу	Термін, років	Характеристика етапу
1	Етап становлення	1991–1994	Започатковано формування законодавчої бази. Поява перших торговців цінними паперами, а також Української фондової біржі. Відбулося реформування Валютної біржі НБУ в Українську міжбанківську валютну біржу (УМВБ) та розпочато роботу Кримської валютної біржі. Створюються центри сертифікатних аукціонів
2	Етап розвитку та масової приватизації	1995–1999	Продовжено формування законодавчої бази. Створення спеціального регулюючого державного органу (ДКЦПФР). Розвиток біржової та позабіржової торгівлі фінансовими інструментами. Формування Національної депозитарної системи та створення професійних асоціацій. Створення галузі інфраструктурних та фінансових посередників (торговці цінними паперами, довірчі товариства та інвестиційні фонди і компанії). Активне входження до українського фондового ринку зовнішнього венчурного капіталу
3	Етап вдосконалення та впровадження міжнародних стандартів	2000– I півріччя 2008	Оновлення законодавства щодо інфраструктури фондового ринку. Відбувається грошова приватизація. Створюються нові інфраструктурні суб’єкти – такі, як компанії з управління активами, рейтингові агентства. Доповнюється перелік вже існуючих суб’єктів, створення яких викликано часом та ринком. Запроваджуються на ринку етика фондового ринку та кодекс корпоративного управління. Інститути інфраструктури перейшли на новий, більш ефективний рівень своєї діяльності з урахуванням світових фінансових стандартів
4	Етап фінансової кризи	II півріччя 2008–2009	Істотний спад на ринку спільного інвестування, знизилася кількість укладених угод купівлі-продажу цінних паперів як на організованому, так і на неорганізованому ринках. Створення майбутнього лідера організованого ринку ВАТ “Українська біржа” та депозитаріюВДЦП. Введення послуги інтернет-трейдингу
5	Етап модернізації	2010– теперішній час	Відновлення фондового ринку після фінансової кризи. Поступове підвищення захисту прав інвесторів та формування конкурентоспроможної національної інфраструктури фондового ринку

Джерело: сформовано автором

Формування вітчизняного фондового ринку та його інфраструктури відбувалося в декілька етапів. Початок першого етапу (1991–1994 рр.) – це період виходу України зі складу Радянського Союзу, що збігся у часі з процесом створення приватних акціонерних та фінансових компаній, які займалися залученням коштів населення під випуск власних цінних паперів. Діяльність цих установ на ринку цінних паперів була стихійною й неорганізованою, а самі цінні папери мали характер штучно підтримуваної вартості, тому цей період можна назвати першими кроками фондового ринку в Україні. В цей час первинний ринок акцій підприємств в Україні був невеликим і акції розміщували в основному самі емітенти без посередництва бірж і торговців цінними паперами. Потрібно відмітити, що реальна інфраструктура фондового ринку практично була відсутня. Її становлення у 1991 році було започатковане формуванням лише законодавчої бази.

На першому етапі були ухвалені закони “Про господарські товариства” (від 19.09.1991 № 1576-XII), “Про цінні папери і фондову біржу” (від 18.06.1991 № 1201-XII), що дало старт розвитку в Україні таким інфраструктурним суб’єктам як фондові біржі та посередники – торговці цінними паперами.

Деяко пізніше були прийняті й інші нормативно-правові акти, які стосувалися як безпосередньо інфраструктури фондового ринку, так і ринку цінних паперів в цілому. Це стосується таких документів, як Закон “Про приватизаційні папери” (від 06.03.1992 № 2173-XII), Положення про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії (Указ Президента від 19.02.1994 № 55/94), Декрет Кабінету Міністрів “Про довірчі товариства” (від 17.03.1993 № 23-93).

Незважаючи на відсутність економічних передумов, під час обвального падіння ВВП, обсягів промислового виробництва та грошових доходів населення, 1992 рік став періодом появи перших торговців цінними паперами, а також Української фондової біржі (УФБ).

Склад засновників Української фондової біржі був своєрідним, серед них домінували банківські установи, оскільки в цей період вони були, по

суті, єдиним видом інвестиційних посередників у неформованій інфраструктурі ринку цінних паперів. Тому в перші роки діяльності на УФБ переважна частина угод здійснювалася з активами, що не мали жодного відношення до ринку цінних паперів.

До травня 1995 р. УФБ була єдиною офіційно зареєстрованою біржею цінних паперів в Україні, однак розвиток інфраструктури фондового ринку тривав за рахунок відкриття філій УФБ (в 1992 р. працювало 22 філії, 1994 р. – 27 філій та 2 регіональні центри). Отже, на той час учасниками торгівлі цінними паперами були фінансові посередники, які на фондовому ринку України представлені довірчими товариствами, інвестиційними фондами й компаніями, а також комерційними банками.

У 1992 році було створено перше об'єднання торговців цінними паперами – Українську асоціацію торговців цінними паперами, яка на той час почала виконувати функції саморегулювальної організації. В липні 1993 року відбулося реформування Валютної біржі НБУ в Українську міжбанківську валютну біржу (УМВБ), в 1994 році розпочато роботу Кримської валютної біржі.

Протягом першого етапу розвитку ринку цінних паперів незалежної України починають створюватися центри сертифікатних аукціонів, через які розпочинається процес приватизації промислових підприємств. Також набули поширення різноманітні фінансові піраміди, які для залучення інвесторів обіцяли неправдиво завищені розміри дивідендів. Саме тому формування ринку цінних паперів та його інфраструктури у незалежній Україні проходило хаотично та безконтрольно, що призвело до потрясінь і надовго сформувало в масовій свідомості недовіру до фондових інструментів як до об'єкта інвестування.

В той же час виконавчою владою в 1994 р. були вжиті заходи щодо істотного розширення структури й обсягів фондового ринку. До найважливіших заходів відносять розробку Концепції функціонування і розвитку фондового ринку в Україні (Постанова КМУ від 29.04.1994 № 277), а пізніше, на наступному етапі, було прийнято нову Концепцію

функціонування та розвитку фондового ринку України (Постанова Верховної Ради від 22.09.1995 № 342/95-ВР).

Першим кроком до створення депозитарної системи було оприлюднення в 1994 році Положення про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність (Указ Президента від 25.05.1994 № 247/94). Хоча перші учасники даної системи з'явилися на фондовому ринку України тільки в 1995 році.

Таким чином, до кінця 1994 р. були закладені основи організаційної й законодавчої діяльності інфраструктури фондового ринку України.

Загалом перший етап становлення сучасного вітчизняного ринку цінних паперів, незважаючи на всі його недоліки, відіграв величезну роль у формуванні інвестиційної свідомості нації та створенні об'єктивних умов для подальшого його розвитку.

Можна вважати, що до 1995 р., як початку наступного етапу розвитку, інфраструктура фондового ринку України перебувала на початковому етапі свого формування.

Другий етап розвитку фондового ринку в Україні (1995-1999 рр.) відіграв величезну роль у формуванні його інфраструктури та інвестиційної свідомості нації, створенні об'єктивних умов для подальшого розвитку фондового ринку. Даний період розвитку ринку цінних паперів виник у зв'язку з випуском приватизаційних майнових сертифікатів та створенням так званого чорного їх вторинного ринку.

Для другого етапу розвитку інфраструктури фондового ринку України характерне кількісне та якісне зростання біржової торгівлі цінними паперами в Україні. Цьому сприяло велике різноманіття подій, які відбулися у цей період. Звичайно, визначальним кроком для інфраструктури і ринку в цілому було створення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (Указ Президента України "Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку" від 12.06.1995 № 446/95), яка здійснювала свою діяльність на основі Положення про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку (від 14.02.1997 № 142/97), в якому визначалися повноваження та функції

регулятора. Крім того, законодавчо було визначено досить багато важливих моментів у функціонуванні інфраструктури фондового ринку. А саме було прийнято Закон “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (від 19.02.1996 № 115/96-ПВ). Поява цього закону покликана була забезпечити проведення єдиної державної політики з розвитку фондового ринку України, його адаптації до міжнародних стандартів, координації діяльності центральних органів влади у сфері державного регулювання ринку цінних паперів. Державне регулювання дозволило деякою мірою впорядкувати діяльність інфраструктурних суб’єктів ринку.

До основних результатів другого етапу розвитку інфраструктури українського фондового ринку слід віднести створення системи реєстрації прав власності на цінні папери, розкриття інформації про емітентів і професійних учасників ринку цінних паперів. Тобто було прийнято ряд законодавчих актів, що поліпшили правову базу функціонування ринку цінних паперів і дозволили державі та інститутам ринкової інфраструктури виконувати свої функції, а також закладено механізми захисту прав інвесторів. До таких нормотворчих документів можна віднести Правила розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій (Наказ ДКЦПФР від 09.01.1997 № 2), Положення про Координаційну раду з питань функціонування ринку цінних паперів в Україні (Указ Президента від 10.05.1997 № 409/97).

Продовженням розвитку Національної депозитарної системи України стало Положення про діяльність з обліку прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність (Указ Президента від 2 березня 1996 року № 160/96). Ці документи дали основу для створення повноцінної системи обліку прав власності на цінні папери. Але найголовнішим в цьому питанні було прийняття Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” (від 10.12.1997 № 710/97-ВР). В ці часи на ринку з’явився новий гравець – ВАТ “Міжрегіональний фондовий союз” для депозитарно-клірингового обслуговування операторів ринку. Крім того, після прийняття Положення

про розрахунково-клірингову діяльність (Рішенням ДКЦПФР від 27.01.1998 № 11-а) та Указу Президента відносно Загальних засад функціонування Національного депозитарію України (від 22.06.1999 № 703/99) в Україні було створено Національний депозитарій України, який окрім депозитарної та розрахунково-клірингової діяльності виконує й інші функції, пов'язані з міжнародними стандартами.

У зв'язку із становленням у 1995 році, та стрімким зростанням в подальших роках обсягів емісії державних цінних паперів, які випускалися для покриття дефіциту державного бюджету України, у липні 1996 року було створено автоматизований Депозитарій державних цінних паперів НБУ.

Також на даному етапі, починаючи з 1995 року, відбулося стрімке збільшення кількості торговців цінними паперами з 230 в 1994 році до 851 у 1995 році. Хотілося б відмітити, що за всю історію розвитку інфраструктури фондового ринку України у 1998 році була найбільша кількість інфраструктурних посередників – 881 (табл. 2.4). Це означає, що на даний момент часу уже практично була сформована нормативно-правова база щодо їх діяльності, а саме були прийняті Правила здійснення торговцями цінними паперами комерційної та комісійної діяльності по цінним паперам (Наказ ДКЦПФР від 23.12.1996 № 331), Рішення ДКЦПФР “Про звітування торговцями цінними паперами про укладені ними угоди з купівлі-продажу цінних паперів перед фондовими біржами” (від 31.07.1998 № 100) та ін.

Незважаючи на створення нових фондових бірж протягом 1995–1999 рр., (розпочали свою діяльність Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ), Донецька фондова біржа (ДФБ), Придніпровська фондова біржа (ПФБ), Кримська фондова біржа (КФБ)), високими темпами розвивався позабіржовий ринок, зокрема було створено Південноукраїнську торговельно-інформаційну систему (ПТІС) та Першу фондову торговельну систему (ПФТС), на якій у 1997 року було укладено 65 % від загальної кількості угод із цінними паперами на організованому ринку.

Таблиця 2.4 – Кількість інфраструктурних суб'єктів фондового ринку України

Назва суб'єкта	Роки																				
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Торговці цінними паперами	1	78	180	230	851	704	874	881	836	839	859	860	871	780	795	805	779	815	737	763	734
Учасники Національної депозитарної системи	-	-	-	-	7	225	418	461	435	444	455	474	489	514	516	534	589	638	664	673	575
в т.ч.	-	-	-	-	-	1	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3
- депозитарії	-	-	-	-	-	1	29	61	75	84	86	106	122	140	161	180	214	256	297	372	384
- зберігачі	-	-	-	-	7	223	387	398	357	357	366	365	364	371	352	351	372	379	364	297	188
- реєстратори	-	-	-	-	7	223	387	398	357	357	366	365	364	371	352	351	372	379	364	297	188
Інвестиційні фонди та взаємні фонди інвестиційних компаній	-	-	-	-	220	329	328	288	228	250	142	129	139	186	-	-	-	-	-	-	-
Довірчі товариства	-	-	-	120	366	580	380	704	н/д	н/д	н/д	н/д	316	85	1	1	1	2	2	2	2
Компанії з управління активами	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5	32	91	159	224	326	411	389	361	360
Інститути спільного інвестування	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	32	103	284	519	834	1244	1202	1226	1740
в т.ч.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5	28	91	245	444	699	1031	981	986	1457
- пайові інвестиційні фонди	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	4	12	39	75	135	213	221	240	283
- корпоративні інвестиційні фонди	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	4	12	39	75	135	213	221	240	283
Організатори торгівлі	1	1	2	2	4	5	5	7	8	9	9	9	10	10	10	10	9	11	10	10	10
в т.ч.	1	1	2	2	4	4	4	5	6	7	7	7	8	8	8	8	7	9	10	10	10
- фондові біржі	1	1	2	2	4	4	4	5	6	7	7	7	8	8	8	8	7	9	10	10	10
- торгово-інформаційні системи	-	-	-	-	-	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1	-	-	-
Рейтингові агентства*	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	4	5	6	7	7	7
в т.ч.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	4	4	4	4	4
- міжнародні	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1	3
- національні	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1	3
Саморегульвні організації	-	-	-	-	-	-	3	6	10	10	11	11	11	14	14	12	11	10	3	3	3
Навчальні заклади	-	-	-	-	-	-	33	20	17	12	13	10	7	13	12	10	15	16	16	15	15
в т.ч. з наукової діяльності	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	3	3	3	3	4	4	4

* - уповноважені НКЦПФР

Джерело: сформовано автором

Але основною причиною їх появи на ринку була не ринкова потреба, а прагнення ліквідувати монополію Української фондової біржі. Бум створення організаторів торгівлі в Україні співпав з прийняттям Положення про реєстрацію фондових бірж та торговельно-інформаційних систем і регулювання їх діяльності (Рішення ДКЦПФР від 22.01.1998 № 19), Положення про здійснення державного контролю за діяльністю бірж та торговельно-інформаційних систем на ринку цінних паперів України (Рішення ДКЦПФР від 17.09.1998 №119-1) та ін.

Створені організатори торгівлі відігравали все більшу роль у розвитку первинного фондового ринку, адже на них проходили торги акціями тільки за участю Фонду державного майна, практично не здійснюючи угод на вторинному ринку.

До інфраструктурних елементів вітчизняного фондового ринку необхідно відносити і фондові індекси, які вперше з'являються в 1997 році і їх розраховують, як правило, компанії-торговці цінними паперами та ПФТС.

З метою створення ефективної системи регулювання та контролю на ринку цінних паперів за ініціативою ДКЦПФР в даний період були утворені саморегулівні організації (СРО) ринку цінних паперів, як інфраструктурний елемент, які об'єднують професійних учасників ринку цінних паперів за видами діяльності, а саме: реєстраторів, торговців, зберігачів та депозитаріїв, а також інвестиційних керуючих (Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД) та Асоціація учасників фондового ринку України (АУФРУ)). Крім того, свідоцтва СРО були видані і деяким організаторам торгівлі. Основними нормативно-правовими актами щодо їх діяльності були ЗУ "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" (від 19.02.1996 № 115/96-ПВ) та Положення про саморегулівну організацію ринку цінних паперів (Рішення ДКЦПФР від 11.11.1997 № 45).

На основі Положення про порядок навчання та атестації фахівців з питань фондового ринку (Наказ ДКЦПФР від 24.09.1996 № 215), починаючи

з 1997 року, ДКЦПФР розробляються навчальні програми та визначаються навчальні заклади, які мають право здійснювати підготовку та перепідготовку фахівців фондового ринку. І вже на кінець 1997 року їх налічувалось аж 33, але кількість не завжди відповідає якості, тому в подальшому відбувалося поступове зниження їх кількості.

Протягом аналізованого періоду також було сформовано інститут довірчих товариств та інвестиційних фондів і компаній, орієнтованих на обслуговування процесу масової приватизації. Відповідно, на кінець 1998 р. в Україні діяло 288 інвестиційних компаній і фондів, з яких 252 одержали дозвіл Фонду державного майна України (ФДМУ) на комерційну діяльність; 704 довірчі товариства (з них 366 отримали дозвіл у ФДМУ на представницьку діяльність із приватизаційними паперами) і 203 комерційні банки.

Здебільшого на український ринок цінних паперів почали залучатися іноземні портфельні інвестори, які мали у своєму розпорядженні значні, як для вітчизняного ринку цінних паперів, фінансові ресурси. Саме нерезиденти підтримували ліквідність і дохідність цінних паперів, а їх вихід із ринку став основною причиною початку першої фінансової кризи в серпні 1998 року. Дана криза на вітчизняному фондовому ринку пов'язана із крахом російського фінансового ринку та поглибленням проблем вітчизняної економіки, що зумовило заміну поступового зростання на ринку цінних паперів України катастрофічним спадом. Так, значення фондового індексу ПФТС знизилося від 40 до 16,5 пунктів. За 1998 рік капіталізація дев'яти компаній, що входили до першого рівня лістингу ПФТС, знизилася з 3,419 млрд грн. до 790 млн грн., або на 76 %. Фінансова криза призвела й до зниження ліквідності ринку – курс купівлі став у кілька разів меншим від курсу продажу, а обсяг замовлень на купівлю в ПФТС у 40 разів поступався обсягу пропозиції [12].

Отже, підсумовуючи вищевикладене по даному етапу розвитку вітчизняної інфраструктури фондового ринку, можна сказати, що на ньому

відбувався активний продаж пакетів акцій державних підприємств, бурхливий розвиток біржових та позабіржових систем обігу акцій, поява значної кількості посередників, формування системи обліку прав власності на цінні папери, концентрація власності шляхом активного скуповування акцій у населення, розвиток ринку державних боргових зобов'язань, вихід на ринок у ролі покупців великих зовнішніх інституціональних та приватних інвесторів.

Третій етап розвитку інфраструктури фондового ринку України ми виділяємо в межах 2000 р. – I півріччя 2008 р.

Основною відмінністю третього етапу від другого став акцент на грошову приватизацію, що зумовило розвиток певної інфраструктури для забезпечення цього процесу. Слід зазначити, що масова (ваучерна) приватизація тривала досить довго, але з початком грошової приватизації вона вже не мала того значення. І саме третій етап позначився завершенням масової приватизації, необхідністю обслуговування інвестиційних процесів і захисту прав інвесторів. Деякою мірою цьому сприяли Указ Президента України “Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України” (від 26.03.2001 № 198/2001), яким було схвалено “Основні напрямки розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки” та Постановою КМУ “Про затвердження заходів щодо реалізації основних напрямів розвитку фондового ринку на 2001–2005 роки” (від 14.08.2001 № 1046) та ряд інших прийнятих нормативно-правових актів України.

Відповідно до основних напрямків розвитку фондового ринку в 2001–2005 рр. необхідно було: посилити конкурентоспроможність фондового ринку України; удосконалити систему регулювання ринку цінних паперів в Україні; розвивати корпоративне управління; розвивати інститути спільного інвестування; розвивати інфраструктуру фондового ринку; розвивати Національну депозитарну систему; здійснювати підготовку фахівців з питань фондового ринку й корпоративного управління. Практично, як ми бачимо, всі

основні положення даного документа стосуються вдосконалення інфраструктури фондового ринку.

На даному етапі також було прийнято і План заходів з реалізації основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2006–2010 роки (Розпорядження КМУ від 07.03.2006 № 131-р), в яких також основна увага приділяється розвитку інфраструктури ринку.

Із закінченням сертифікатної приватизації постало питання в оновленні й створенні більш дієвих механізмів та суб'єктів при залученні коштів для здійснення інвестицій. В 2001 році було прийнято Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” (Закон України від 15.03.2001 № 2299-III), який спрямований на розвиток в Україні інвестиційних фондів та створює можливість для інвестування коштів як приватних інвесторів, так і фінансових компаній, банків, підприємств, іноземних інвесторів. Вищезазначеним документом, зокрема, регулюється діяльність венчурних фондів. Введення в українське законодавство поняття венчурного фонду фактично надало інвесторам право діяти на свій страх і ризик. Тому законодавством звільнено такі фонди від численних нормативних заборон, що обмежують діяльність інших типів інвестиційних фондів. Крім того, із введенням в дію цього закону з'явився новий вид професійної діяльності – діяльність з управління активами, який здійснюють компанії з управління активами (КУА). Цей новий суб'єкт ринку має чітко прописану в законодавстві систему обмежень щодо можливих операцій з активами інститутів спільного інвестування (ІСІ), яка спрямована на захист коштів інвестора та запобігання некоректним операціям.

З даних таблиці 2.4 видно, що починаючи з 2002 року, на заміну довірчим товариствам та інвестиційним фондам і компаніям приходять так звані ІСІ у вигляді пайових та корпоративних інвестиційних фондів.

В тому ж таки 2001 році були прийняті Ліцензійні умови провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів (Наказ ДКЦПФР від

14.03.2001 № 49/60), де визначаються види професійної діяльності, учасники яких повинні отримувати ліцензію в держрегуляторі.

Необхідно відмітити, що протягом 2001–2007 рр. в Україні з’являються нові інфраструктурні суб’єкти, як того потребує ринок і час. В 2001 році в Україні було створене перше спеціалізоване рейтингове агентство “Кредит-Рейтинг”, що надає послуги у сфері незалежної оцінки кредитоспроможності суб’єктів запозичень з присвоєнням кредитних рейтингів за національною шкалою. Ця організація не є професіональним учасником фінансового ринку, але вона була у 2004 році офіційно визнана ДКЦПФР як уповноважене рейтингове агентство. Крім цієї установи регулятором було також визнано міжнародні рейтингові агентства, які уповноважені надавати рейтинги позичальникам та цінним паперам. До таких організацій належать Fitch Ratings, Moody’s Investors Service, Standard and Poor’s та дочірні компанії, які знаходяться під операційним контролем Moody’s Investors Service Inc.

Звичайно, головним досягненням не тільки даного етапу, а і всього періоду розвитку фондового ринку є прийняття у 2006 році нового закону “Про цінні папери та фондовий ринок” (від 23.02.2006 № 3480-IV), який регулює відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів, дає визначення таким категоріям, як лістинг і делістинг, емісія, випуск цінних паперів, котирування, фінансові інструменти тощо, надає класифікацію цінним паперам, характеризує професійну діяльність на фондовому ринку, визначає основні положення його регулювання та ін.

В цей же період важливим значенням для розвитку Національної депозитарної системи стало затвердження ДКЦПФР у жовтні 2006 року Положення про депозитарну діяльність (Рішення, ДКЦПФР від 17.10.2006 № 999), яке визначило перелік цінних паперів, що обслуговуються у НДС, основні функції депозитарних установ, особливості депозитарного обслуговування ІСІ та пенсійних фондів, вимоги до складання зведеного облікового реєстру власників цінних паперів тощо. Важливе місце серед інфраструктурних учасників ринку цінних паперів належить організаторам

торгівлі, діяльність яких підвищує інвестиційну привабливість емітента за рахунок забезпечення його ліквідності та прозорості. Тому на ринку постійно приділяється значна увага цим суб'єктам ринку. У грудні 2006 р. ДКЦПФР затвердила Положення “Про функціонування фондових бірж” (Рішення ДКЦПФР від 19.12.2006 № 1542), яке визначає основні засади та вимоги до функціонування фондових бірж в Україні.

Починаючи з 2004 року, на вітчизняному ринку цінних паперів прослідковується позитивна тенденція. Однак, незважаючи на всі позитивні зрушення, з 2003 року на вітчизняному ринку цінних паперів склалася парадоксальна ситуація, за якої обсяги торгів на неорганізованому ринку істотно випереджують такі ж показники організованого ринку. Так, частка організованого ринку у 2003 році становила лише близько 3 %, а у 2004 році – 4,1 %, у 2005 році – 5 %, у 2006 році – близько 7 %. Така ситуація виникла через недостатню глибину приватизації великих підприємств, що призвело до низької активності на українському ринку цінних паперів стратегічних покупців.

Лідером серед організаторів торгівлі в даному періоді залишається ПФТС. На ринку з'являються нові фондові біржі, але вони не можуть скласти конкуренцію провідним майданчикам України. Після десяти років роботи у формі торгово-інформаційної системи (ТІС) найбільший організатор торгівлі в Україні – ПФТС – у 2006 році отримав від ДКЦПФР офіційне визнання свого статусу як фондової біржі.

Таким чином, на третьому етапі розвитку фондового ринку України інститути інфраструктури перейшли на новий, більш ефективний рівень своєї діяльності з урахуванням світових фінансових стандартів.

Однак, незважаючи на підвищення інституційної ефективності вітчизняної інфраструктури ринку цінних паперів упродовж 2003–2007 рр., із другої половини 2008 року розпочався новий етап функціонування інститутів ринку цінних паперів України – етап фінансової кризи, який був зумовлений кризовими тенденціями на світовому фінансовому ринку. Аналіз тенденцій

тих часів свідчить, що у січні 2008 року основні фондові індекси США та Європи обвалилися на 2,5–3 %, падіння деяких акцій європейських та американських компаній за два дні сягнуло 25 %. Слідом за ринками розвинутих держав криза торкнулася фондових бірж Росії, Індії, Китаю, Бразилії (у середньому на 10–15 %).

На тлі другої хвилі світової фінансової кризи не залишився осторонь світових процесів й український фондовий ринок. Вітчизняний фондовий ринок у першому кварталі 2008 року перебував під впливом масового відтоку іноземних інвестицій, внаслідок чого пропозиція значно переважала попит. Глобальні негативні фактори були підсилені внутрішніми проблемами: високою інфляцією, нестабільною економічною ситуацією, зростанням цін на енергоносії тощо. Індекс ПФТС за сім місяців 2008 року втратив 43,5 % своїх позицій. Це пов'язано головним чином із виходом з українського ринку частини іноземних інвесторів, так званих спекулянтів.

Така ситуація на фондовому ринку, який є основним об'єктом інвестування коштів як венчурних, так і невенчурних фондів, найбільш негативно вплинула на діяльність ІСІ і обумовила певний спад на ринку спільного інвестування як за обсягами коштів в управлінні КУА, так і за прибутковістю ІСІ під їх управлінням. Звичайно, що із зниженням прибутковості ІСІ та взагалі нестачею коштів у інвесторів знизилася і кількість укладених угод купівлі-продажу із цінними паперами як на організованому, так і на неорганізованому ринках, що в свою чергу негативно позначилося на ефективності діяльності фондових бірж та торговців цінними паперами. Адже, наприклад, в 2009 році не було здійснено жодного випуску облігацій підприємств, які займали лідируючі позиції на первинному ринку в 2007–2008 рр.

Але, не дивлячись на такі негативні тенденції на фондовому ринку в цілому, необхідно відмітити і деякі позитивні сторони розвитку інфраструктури фондового ринку в даний період. Це стосується, наприклад, прийняття закону “Про акціонерні товариства” (від 17.09.2008 № 514-VI),

відповідно до якого збільшується роль фондових бірж, адже акції всіх публічних акціонерних товариств (АТ) повинні бути присутні в лістингу хоча одного із організаторів торгівлі, а також депозитарної системи, тому що всі акції повинні бути в бездокументарній формі, що збільшує навантаження на зберігачів та депозитарії.

Крім того, потрібно відмітити, що з часу свого заснування аж до 2009 року, практично 12 років, ПФТС була беззаперечним фаворитом на фондовому ринку в Україні, на ній проходило до 90 % обсягів торгів цінними паперами в країні. Однак ситуація почала докорінно змінюватися після появи нового гравця на ринку. У травні 2008 року найбільші учасники українського ринку цінних паперів підписали договір з російською фондовою біржею ВАТ “Фондова біржа РТС” про створення в Києві нової біржі у формі відкритого акціонерного товариства. Така форма власності була вибрана для забезпечення з найперших днів максимальної прозорості корпоративного управління. Установчі збори акціонерів у вересні того ж року затвердили підсумки розміщення акцій, з яких 51 % викупили українські торговці. Днем народження біржі можна вважати 2 жовтня 2008 року, коли ВАТ “Українська біржа” була зареєстрована як юридична особа. Біржові правила були зареєстровані вже в листопаді, а 16 грудня 2008 року ДКЦПФР прийняла рішення про видачу ліцензії ВАТ “Українська біржа” (УБ) на право здійснення діяльності з організації торгів цінними паперами. УБ швидко скористалася недоліками лідируючого конкурента, а саме: відсутністю у того реального ринку заявок, а також недостатньою увагою інтернет-трейдингу.

Саме в період фінансової кризи в Україні з’явилася реальна, доступна всім без виключення послуга інтернет-трейдингу, яка вплинула і на розвиток інфраструктури ринку. Введення УБ послуги інтернет-трейдингу дозволило розширити кількість інвесторів. Попри те, що зростання онлайн-торговців не було стрімким, а обсяги їхніх інвестицій досі залишаються порівняно низькими, не можна не відзначити їхнього впливу на зростання українського ринку цінних паперів в 2009 році. Якщо в квітні 2009 року кількість інтернет-

трейдерів становила 65 осіб, 10 з яких були фізичними особами, то вже в жовтні загальна кількість становила більше 1 500 осіб.

Якщо наразі ПФТС (її власником є російська фондова біржа “Московська міжбанківська валютна біржа” (ММВБ)) є конкурентом УБ (власник – російська фондова біржа “РТС”), то в рамках Стратегії розвитку фінансового ринку в Росії на період до 2020 р., яка передбачає створення в Москві міжнародного фінансового центру та консолідацію російської біржової та розрахункової інфраструктур, цілком реальним може стати об’єднання РТС і ММВБ в Росії, і, як наслідок, провідних українських бірж.

Окрім зовнішніх факторів, які впливали на розвиток інфраструктури вітчизняного ринку цінних паперів в даний період, варто відзначити й внутрішні. Головним чинником стало створення четвертого за рахунком депозитарію ПАТ “Всеукраїнський депозитарій цінних паперів” (ВДЦП). Даний депозитарій був створений в 2008 році, акціонерами якого стали Національний банк України, 19 найбільших банків-зберігачів та 2 біржі. Через деякий час ВДЦП поглинув найстаріший депозитарій України МФС, який обслуговував 99 % операцій на ринку. Таке поглинання дозволило інвестувати в МФС додаткові кошти, що дозволить покращити його роботу, оскільки станом на 2009 рік технологічне забезпечення було застарілим та потребувало оновлення. Головними завданнями ВДЦП є надання якісних депозитарних та клірингових послуг, а також втілення найкращих міжнародних практик з депозитарної діяльності на ринку України.

Отже, наслідками цього етапу світової фінансової кризи стала серія банкрутств провідних вітчизняних фінансових компаній та поширення фінансової кризи на реальний сектор економіки, що спричинило падіння цін на цінні папери підприємств і, відповідно, падіння попиту на організованому та неорганізованому ринках.

Про наступний етап розвитку інфраструктури фондового ринку в Україні, який відраховується від закінчення фінансової кризи і по теперішній час, не можна однозначно . Адже в цей період фондовий ринок в цілому

почав оговтуватися від втрат, які були понесені прямими та непрямими інфраструктурними суб'єктами ринку за попередній період. Так, в 2011 році фондовий ринок характеризувався доволі високою активністю біржового сегмента. У порівнянні з даними минулого року обсяг біржових контрактів (договорів) з цінними паперами збільшився майже у 2 рази (або на 104,55 млрд грн.) та становив 235,84 млрд грн., тоді як за аналогічний термін 2010 року цей показник склав 131,29 млрд грн. Більш детально аналіз розвитку інфраструктури фондового ринку України ми розглянемо в наступних підрозділах роботи.

Потрібно відмітити, що фондовий ринок України знаходиться на порозі серйозних перетворень, про що свідчить запропонована ДКЦПФР “Програма розвитку фондового ринку України на 2011–2015 рр”. Метою даної програми є підвищення захисту прав інвесторів та формування конкурентоспроможного національного фондового ринку на основі поступового зменшення спекулятивної складової ринку з одночасним зростанням інвестиційно спрямованого сегмента в умовах фінансової глобалізації.

На сьогодні український ринок має досить добре розвинуту систему обігу цінних паперів (національну депозитарну систему, електронні торгові системи і т. ін.), розвинуті контролюючі органи та органи захисту прав акціонерів, але активність у цьому сегменті економіки дуже незначна. Держава повинна активізувати продаж контрольних пакетів акцій великих підприємств із залученням висококваліфікованих фахівців у галузі інвестиційного менеджменту та консалтингу. Це зможе дати новий імпульс для розвитку національного фондового ринку.

Узагальнення етапів розвитку інфраструктури фондового ринку дає змогу оцінити дії, направлені на функціонування ринку цінних паперів та проаналізувати ефективність його роботи, а також безпосередньо дає змогу зробити прогнози і скласти плани, враховуючи помилки попередніх періодів.

Для остаточного аналізу основних етапів інфраструктури фінансового ринку необхідно співставити та схематично зобразити розглянуті вище етапи розвитку двох складових цього ринку. На рис. 2.2 на основі даних таблиць 2.1 і 2.3 зображено основні періоди становлення та розвитку інфраструктури фінансового ринку.

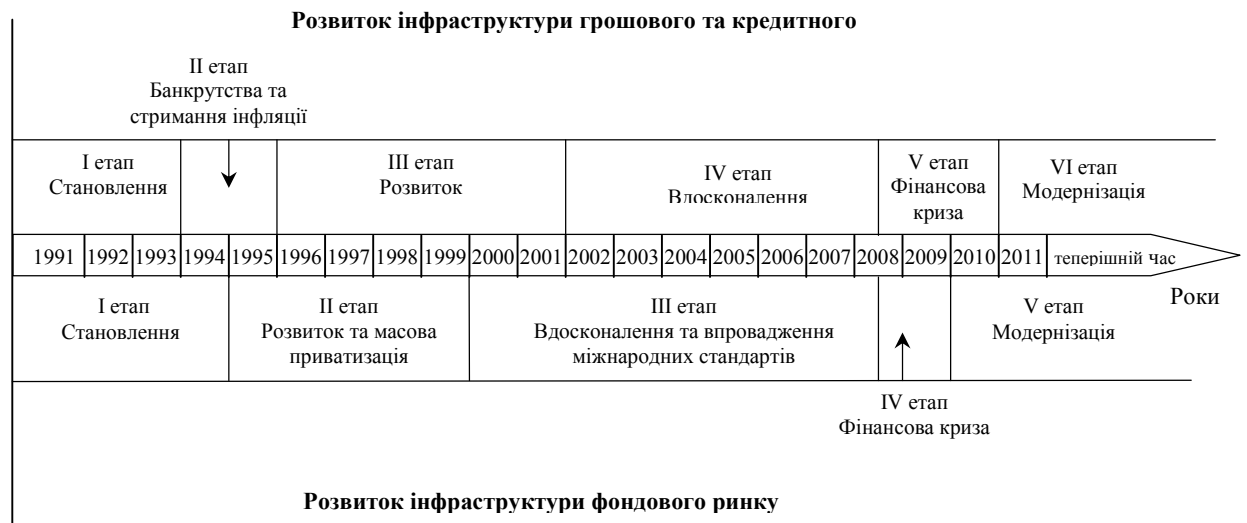


Рисунок 2.2 – Схематичне зображення етапів розвитку інфраструктури фінансового ринку України (авторська розробка)

Дивлячись на рис. 2.2, не можна однозначно ідентифікувати етапи становлення та розвитку інфраструктури фінансового ринку, адже цей ринок складається із двох основних сегментів, кожен з яких має в своїй історії особливі події, які відбувалися в різні роки.

Як ми бачимо, кожен із розглянутих сегментів має подібні етапи розвитку своєї інфраструктури. До цих етапів можна віднести етапи становлення, модернізації та фінансової кризи. Крім того, як у першому, так і в другому випадках ми маємо етапи розвитку та вдосконалення, єдиною відмінністю яких є наявність у розвитку фондового ринку масової приватизації, що супроводжувалася бурхливим розвитком інфраструктурних елементів. Щодо міжнародних стандартів, то, на відміну від фондового

ринку, на грошовому та кредитному ринках вони запроваджувалися протягом декількох етапів.

Якщо проаналізувати часовий проміжок виділених нами етапів, то можна зазначити, що інфраструктура грошового та кредитного ринків розвивалася більш швидкими темпами, що і не є дивним, адже у витоків вітчизняного фондового ринку були саме банківські установи. Тому саме цей сегмент фінансового ринку не міг розвиватися швидше, ніж сама банківська система.

Етап розвитку інфраструктури фондового ринку почався саме з масової приватизації в 1995 році, а банки в цей час переживали один із стримуючих періодів, який характеризувався шаленою інфляцією, серією банкрутств та найголовніше – недовірою вкладників.

Вітчизняна практика розвитку фінансового ринку показує, що система грошово-кредитних відносин є більш вразливою до різноманітних потрясінь, тому що в своєму розвитку вона випереджає не тільки розвиток фондового ринку, а і розвиток грошово-кредитного ринку своїх країн-сусідів. До негативних наслідків у розвитку грошово-кредитного ринку призвели фінансова криза в Росії 1998–1999 рр., політичні події в Україні 2004 року і звичайно світова фінансова криза 2008–2011 рр. Остання подія не обійшла стороною і вітчизняний ринок цінних паперів, але він швидше оговтався у зв'язку із незначними вкладеннями у фінансові інструменти у порівнянні із вкладеннями вільних коштів вкладників у банківську систему.

Період фінансової кризи дав зрозуміти, що фінансовий ринок та його інфраструктуру необхідно модернізувати у відповідності до міжнародних стандартів, застосовувати нові технології для зменшення фінансових ризиків та повернення довіри як інституційних, так і індивідуальних інвесторів.

Говорячи про значущість певного виду інфраструктури в різні етапи розвитку фінансового ринку, необхідно відмітити, що на перших етапах функціонування фінансового ринку особлива увага приділяється законодавчій інфраструктурі, і поступово із зростанням фінансового ринку та

його складових все більше значення має приділятися науковій інфраструктурі, що відповідає за забезпечення інноваційного розвитку фінансової системи [86].

Кожному етапу розвитку інфраструктури фінансового ринку відповідає своя модель державного регулювання, що складається з відповідних форм, методів та способів його організації і певного набору інструментів. Тому можна стверджувати, що становлення інфраструктури фінансового ринку включає в себе вибір і розробку форм організаційно-економічних засад функціонування інфраструктури, а також вибір моделі її регулювання.

2.3 Організаційно-економічний механізм державного регулювання інфраструктури фінансового ринку України

Економічне зростання фінансового ринку більшості країн світу зумовлюється рівнем розвитку елементів його інфраструктури. Досить великий вплив саме на розвиток цих елементів має система правового регулювання. Регулювання є однією із найважливіших складових на всіх етапах розвитку фінансового ринку.

Необхідно зазначити, що правове регулювання фінансового ринку має на меті впорядкування всіх видів діяльності на фінансовому ринку з метою узгодження інтересів усіх його суб'єктів із забезпеченням при цьому національної безпеки держави.

Також потрібно відмітити, що національна система правового регулювання фінансового ринку має виконувати наступні функції:

- визначення ключових напрямів розвитку фінансового ринку та ролі учасників цього ринку;

- створення для учасників ринку сприятливого законодавчого та регулюючого оточення;

- створення перешкод та встановлення відповідальності за дії, які можуть призвести до дезорганізації ринку, його руйнування, недобросовісної конкуренції та омани інвесторів, маніпулювання цінами та шахрайства з фінансовими ресурсами.

Виходячи із головної мети правового регулювання фінансового ринку, необхідність його зумовлена такими причинами:

- на фінансовому ринку реалізуються національні інтереси держави, які являють собою комплекс економічних і політичних пріоритетів на сучасному етапі розвитку економіки країни;

- стабілізація фінансової системи та підтримка довіри та впевненості в її стабільності;

- виявлення недоліків в тому чи іншому сегменті фінансового ринку;

- підтримка ефективних та більш впорядкованих сегментів ринку;

- активно взаємодіють інтереси різних учасників ринку: споживачів капіталу, інвесторів, професійних учасників ринку (торговців цінними паперами, реєстраторів, депозитаріїв, інвестиційних фондів, банків тощо). Ці інтереси можуть вступати в протиріччя між собою;

- найбільш численним постачальником капіталу (інвестором) на ринок виступають фізичні особи, тому без створення надійної системи захисту їх прав та інтересів, зменшення ризиків в інвестуванні, неможливо забезпечити подальший розвиток фінансового ринку.

Розшифровуючи головну мету та основні причини здійснення регулювання на фінансовому ринку, можна виділити цілі даного регулювання:

- захист державних інтересів, виражених через національний фінансовий ринок;

- залучення інвестицій і капіталу на фінансовий ринок з урахуванням розвитку інфраструктури конкурентоспроможних сегментів;

- зниження рівня неринкових інвестиційних відносин, що викликають ризик на фінансовому ринку;
- формування інституту вітчизняних роздрібних інвесторів за допомогою розвитку різних форм заощаджень;
- забезпечення дотримання всіх основоположних принципів інвестування;
- ліквідація економічно необґрунтованих перешкод у сфері росту і розвитку фінансового ринку;
- забезпечення стабільності з урахуванням інтересів усіх суб'єктів фінансового ринку;
- формування нового рівня довіри населення;
- персоналізація гравців (учасників) на початковій стадії формування конкретного ринку;
- подальший нагляд за авторизованими фірмами, наприклад, з метою проведення перевірок платоспроможності, бухгалтерської звітності;
- забезпечення прозорості набутого доходу;
- контроль за дотриманням правил і належних відносин між учасниками фінансового ринку;
- формування взаємовідносин між державними органами та суб'єктами фінансового ринку;
- забезпечення і контроль за дотриманням заборон, розроблених з метою мінімізації шкоди або втрати;
- реалізація методів, що стимулюють зростання показників фінансових ринків;
- впорядкування відносин у сфері господарського життя суб'єктів фінансового ринку;
- забезпечення стабільності керованих процесів;
- контроль за дотриманням відповідальності та обов'язків учасників фінансового ринку.

Взагалі, правове регулювання фінансового ринку, як система, має певні складові елементи (рис. 2.3).

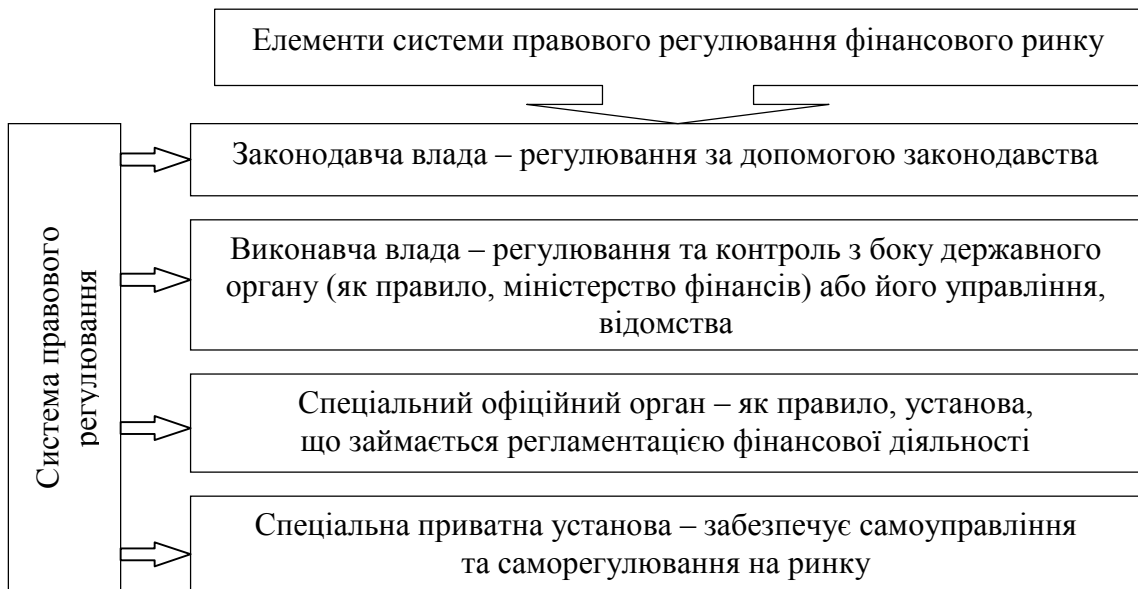


Рисунок 2.3 – Елементи системи правового регулювання фінансового ринку (авторське узагальнення)

Регулювання фінансового ринку в різних країнах світу здійснюється, як правило, в рамках двох різних полярних моделей.

Перша модель передбачає регулювання ринку переважно державними органами, і лише невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю, встановлення правил проведення операцій передається об'єднанням професійних учасників ринку, так званим саморегулювальним організаціям (СРО) (яскравим прикладом виступають США, Франція).

Друга модель передбачає передачу максимально можливого обсягу повноважень СРО. При цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції і можливість у будь-який момент втрутитися в процес саморегулювання (наприклад, Великобританія). В переважній більшості країн ступінь централізації та жорсткості регулювання коливаються між цими двома крайніми моделями.

Потрібно відзначити, що ідеальної моделі правового регулювання фінансового ринку в світі не існує. Кращі з них являють собою дещо усереднене між жорстким централізованим управлінням і колегіальним регулюванням професійними організаціями. Для кожної країни необхідно враховувати, перш за все, ступінь розвитку ринку та його інфраструктури, його традиції, менталітет учасників (наприклад, цінність репутації учасника), довіру до органу регулювання та обсяг капіталу, що обертається на ринку.

Серед видів правового регулювання виділяють державне регулювання і саморегулювання.

Саме державне регулювання фінансового ринку та його інфраструктури ми і розглянемо. Відносно останнього виду правового регулювання, тобто саморегулювання, мова буде йти далі.

Слід зазначити, що не можна окремо виділяти державне регулювання фінансового ринку в цілому та державне регулювання його інфраструктури. Ці поняття можна вважати ідентичними, адже, як нами вже доведено, інфраструктура фінансового ринку є тією ланкою існуючого механізму на ринку, яка допомагає споживачам та постачальникам капіталу досягти своєї мети. І у зв'язку з тим, що інфраструктурні елементи повинні зменшувати ризики основних суб'єктів та забезпечувати певною мірою збереження і накопичення капіталу на ринку, їм повинна приділятися особлива увага з боку державних регулюючих та контролюючих органів.

Отже, необхідно ще раз підкреслити, що функціонування фінансового ринку в сучасних умовах неможливе без законодавчої бази регулювання та впливу держави. Саме держава визначає і контролює правові основи ринкових відносин на даному ринку, насамперед, права власності, встановлює базові правила економічних відносин учасників ринку.

В Україні інфраструктура фінансового ринку і ринок в цілому є досить молодими у своєму розвитку, в порівнянні із провідними країнами світу, тому на фінансовому ринку ще не встановилися певні традиції та не визначені правила роботи, і саме ця причина, в першу чергу обумовлює

необхідність приведення в дію системи його ефективного регулювання та інфраструктури з боку державних структур.

Якість державного регулювання інфраструктури фінансового ринку значною мірою зумовлює ефективне функціонування як самого ринку, так і всієї економіки.

Державне регулювання має значний вплив на розвиток інфраструктури фінансового ринку за чіткого визначення механізмів дії цього регулювання на учасників ринку та його інститути. Загальносвітовою тенденцією є посилення державного регулювання завдяки активізації фінансових ринків і сфери фінансових послуг, процесів глобалізації та лібералізації фінансових ринків, що спричинило зростання як мобільності капіталу, так і ризиків.

В будь-якій країні інфраструктура фінансового ринку регулюється перш за все через законодавче забезпечення його функціонування, регулювання і визначення правил емісії та обігу цінних паперів та інших фінансових активів, ліцензування професійної діяльності учасників і посередників фінансового ринку, контроль за здійсненням їх професійної діяльності, контроль за виконанням антимонопольного законодавства та системою ціноутворення на фінансових ринках.

Отже, державне регулювання фінансового ринку та його інфраструктури – це система комплексних заходів з використанням певних методів і прийомів, здійснених державою, в особі уповноважених нею органів, щодо упорядкування, контролю, нагляду за фінансовим ринком та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері задля підтримки рівноваги взаємних інтересів усіх його учасників.

Звідси, головна мета державного регулювання інфраструктури фінансового ринку – це створення сприятливих умов (законодавчого, регулюючого та контролюючого оточення) для ефективного функціонування всіх інфраструктурних елементів фінансового ринку і реалізації державної політики в цій сфері.

Регулювання інфраструктури фінансового ринку та нагляд за діяльністю інфраструктурних суб'єктів повинні створювати ефективний та конкурентоздатний фінансовий ринок, який би реагував на потреби інвесторів та споживачів капіталу у наданні якісних фінансових послуг за розумними цінами. Органи державного регулювання повинні оперативно реагувати на всі зміни на ринку, виявляти готовність періодично переглядати політику і практику регулювання з урахуванням як внутрішніх, так і зовнішніх чинників, які викликають зміни на фінансовому ринку. Для цього необхідна побудова якісно нових гнучких механізмів регулювання [162].

Державне регулювання та сама структура державних органів, що здійснюють регулювання інфраструктури фінансового ринку, залежить від моделі ринку, ступеня централізації управління в країні та автономії регіонів, а також загальносвітової тенденції формування саморегулювальних організацій.

Світова практика розрізняє декілька моделей спеціального нагляду за діяльністю фінансових установ. До таких належать:

1. Традиційна секторна модель, яка передбачає розподіл повноважень державних регулюючих органів за сегментами фінансового ринку. Ці спеціалізовані установи здійснюють регулювання лише свого сектора фінансового ринку – банківського, страхового, ринку цінних паперів та ін. Такий спосіб спрощує регулювання фінансового ринку, оскільки за кожний його сектор відповідає свій орган, а їх функції не дублюються. До країн, які використовують дану модель регулювання належить і Україна.

Аналіз останніх тенденцій у сфері регулювання інфраструктури фінансового ринку свідчить про те, що секторна модель поступово втрачає популярність, і країни з розвинутими фінансовими ринками від неї відходять. В цілому використання цієї моделі характерне для недостатньо розвинутих фінансових ринків.

2. Модель мегарегулятора передбачає, що контроль за будь-якою діяльністю на фінансовому ринку та ринку фінансових послуг здійснює єдиний орган – мегарегулятор, який охоплює функції тих регулятивних

органів, що увійшли до його складу. Типовими прикладами країн, де успішно реалізовано модель мегарегулятора, є Великобританія і Німеччина (додаток Е). Там ці органи були створені шляхом злиття трьох традиційних регулятивних установ (банківської, страхової та з регулювання цінних паперів).

В той же час механізм регулювання з боку мегарегуляторів може відрізнятися, тому існують певні відмінності в цьому питанні в країнах, що використовують дану модель. Різні мегарегулятори можуть приймати різні поєднання регулюючих, контролюючих і наглядових функцій: деякі з них можуть поєднувати або не поєднувати правозастосування та нормотворчість; здійснювати або не здійснювати контроль та нагляд за виконанням встановлених законодавством норм і правил діяльності на ринках (дані функції можуть здійснюватися іншими контрольними і наглядовими органами, спеціальними агентствами). Dodatok E наочно демонструє нам механізми використання мегарегуляторів на фінансових ринках.

3. Модель перехресного регулювання – передбачає передачу повноважень з нагляду одному органу, а з регулювання операцій на фінансовому ринку – іншому. Основне завдання такої моделі полягає в розмежуванні функцій пруденційного нагляду і нагляду за проведенням комерційних операцій.

Існує ще одна модель, яку можна вважати розширеним варіантом моделі перехресного регулювання – модель регулювання за функціями фінансового ринку. Вона передбачає, що кількість регулятивних органів визначається кількістю функцій фінансового ринку; для нагляду за реалізацією кожної з них створюється окремий орган. Основним недоліком цієї моделі є ризик надмірного розподілу компетентності кожного з регулятивних органів.

Отже, ми бачимо, що при визначенні тієї чи іншої моделі державного регулювання фінансового ринку основну роль відіграє наявність одного або

декількох спеціальних державних органів, що здійснюють регулювання та контроль за ринком.

Узагальнюючи вищевикладене, необхідно зазначити, що теперішня система регулювання та контролю в деяких країнах довела свою неефективність через погану реакцію на події на фінансовому ринку під час фінансової кризи. Банкрутства досить потужних відомих фінансових компаній засвідчили, що моделі, запроваджені в часи процвітання, погано спрацьовують в такі періоди, а інфраструктури для синхронізації ринків в глобальному аспекті не існує.

Проведене нами дослідження існування регуляторів на фінансовому ринку провідних країн світу дозволило виявити як позитивні, так і негативні сторони їх існування (табл. 2.5).

Необхідно відмітити, що негативні сторони функціонування подібних регуляторів в більшості випадків, як видно із таблиці, обумовлені рівнем розвитку фінансового ринку та соціально-економічним станом в країнах в цілому. Це найбільш показовим чином проявляється в країнах, що розвиваються, а також в інших країнах, що знаходяться в перехідному стані до ринкової економіки.

З урахуванням світової глобалізації та особливостей сучасних процесів зближення країн по відношенню до механізмів регулювання фінансових ринків є залежність стабільності даних ринків окремих країн світу від ступеня відповідності принципів і механізмів регулювання їх з принципами та механізмами регулювання фінансових ринків зарубіжних країн. При цьому існуючим регуляторам фінансових ринків властива різноманітність покладених на них функцій.

З метою державного регулювання інфраструктури фінансового ринку уповноважені державні органи повинні здійснювати наступні функції:

- ідеологічну і законодавчу (створення концепції розвитку інфраструктури фінансового ринку і програми її реалізації);

Таблиця 2.5 – Фактори впливу державних регуляторів на розвиток інфраструктури фінансового ринку

Опис основних позитивних сторін функціонування регуляторів	Фактори, що обумовлюють позитивне функціонування регуляторів	Опис основних негативних сторін функціонування регуляторів	Фактори, що обумовлюють негативне функціонування регуляторів
1. Регулятор (у співпраці з професійними учасниками ринку) формує ідеологію та координацію розвитку ринку	<ul style="list-style-type: none"> - високий рівень ринкової економіки; - стабільність економічної та політичної системи країни; - наявність розвинутого фінансового ринку; - досвід та компетентність фахівців регулюючих органів фінансового ринку; - впровадження та застосування сучасних методів управління, в тому числі технічних та технологічних) 	1. Створення надмірних (недостатніх) інформаційних потоків, організаційних структур, які не направлені на розвиток ринку та інновації	<ul style="list-style-type: none"> - низький рівень ринкової економіки; - перехідний період до ринкової економіки; - слабкий розвиток (в соціально-економічному сенсі) держави; - високий ступінь політичної та економічної нестабільності держави; - відсутність розвинутого ринку капіталів, і, відповідно, ринку цінних паперів; - відсутність досвіду регулювання ринку в країні в цілому, та відповідного кваліфікованого набору персоналу в галузі ринку цінних паперів
2. Сприяє створенню та розвитку ринку та його інфраструктури		2. Зайва централізація функцій, які виконує регулятор	
3. Встановлює правила – здійснює допуск на ринок (ліцензування, реєстрацію, атестацію)		3. Другорядність (за значимістю серед інших державних органів, структур, відомств)	
4. Сприяє розкриттю інформації		4. Обмежений розмір штату	
5. Здійснює освітні програми та дослідження в галузі фінансового ринку		5. Недостатня оперативна спроможність регулювання ринку	
6. Здійснює управління державною власністю інфраструктурних елементів		6. Високий ступінь бюрократизації діяльності регулятора	
7. Здійснює контрольні та наглядові функції на ринку		7. Нестійкість кадрового персоналу	
8. Розробляє та приймає нормативні акти		8. Низька заробітна плата персоналу	
9. Застосовує, в основному, колегіальний спосіб розробки та прийняття нормативних актів		9. Недостатня технічна і технологічна оснащеність регулятора	
10. Тісно співпрацює із законодавчими та судовими органами держави		10. Недостатня кваліфікація та досвід персоналу	
11. Дозволяє скорочувати витрати, що пов'язані з обміном інформації між учасниками ринку, своїми структурними підрозділами чи іншими держорганами, з одного боку, та органами, що здійснюють розробку та прийняття законодавчих та нормативно-правових актів – з іншого		11. Високий ступінь корумпованості або особистих інтересів керівного чи виконавчого апарату, що не відповідають принципам діяльності регулятора	
12. Регулятор уповноважений на правозастосовчі дії			
13. Дозволяє оперативно приймати рішення, забезпечуючи регулювання ринку			
14. Регулятор функціонує за принципом внутрішнього відокремлення органів в структурі регулятора, що здійснюють контрольні та наглядові функції, від органів, що розробляють та приймають нормативні акти			
15. Використовує застосування різних можливостей для небюджетного фінансування для покриття витрат своєї діяльності			

Джерело: сформовано автором

- здійснювати концентрацію ресурсів для розвитку інфраструктури ринку;
- встановлення визначених правил діяльності для інфраструктурних суб'єктів (професійних учасників ринку);
- контроль за фінансовою стійкістю і безпекою фінансового ринку (нагляд за фінансовим станом фінансових посередників, контроль за дотриманням правових та етичних норм інфраструктурними суб'єктами);
- створення системи розкриття інформації про стан ринку і його учасників, забезпечення інформаційної прозорості на основі розвитку інформаційної підсистеми інфраструктури ринку;
- формування системи захисту інвесторів від втрат, в тому числі створення державних або змішаних схем страхування інвестицій;
- збалансований розвиток всіх елементів інфраструктури фінансового ринку.

Виходячи з аналізу та змісту функцій, які виконуються регуляторами чи мегарегуляторами фінансових ринків, можна виділити основні напрями діяльності зазначених органів (табл. 2.6).

Таблиця 2.6 – Основні напрями діяльності державних регуляторів фінансового ринку

Регулювання		Контроль	Нагляд
Правостановлення (нормотворчість)	Правозастосування		
Врегульована законодавством діяльність уповноважених державних органів щодо розробки та прийняття нормативно-правових актів, які містять загальні правила поведінки (норми права). Основним призначенням цього процесу є надання формальної визначеності певним правилам поведінки, їх вдосконалення, видання, зміна та скасування нормативних актів з метою формування внутрішньо узгодженої системи законодавства	Здійснювана в процедурно-процесуальному порядку владна організуюча діяльність компетентних державних органів і посадових осіб, яка полягає в індивідуалізації юридичних норм стосовно конкретних суб'єктів і конкретних життєвих випадків в акті застосування норм права. Спрямована на реалізацію норм права державно-владна діяльність компетентних органів, що здійснюється у встановлених законом формах щодо прийняття індивідуальних правових рішень з конкретних справ	Сукупність дій, спрямованих на спостереження за функціонуванням відповідного об'єкта контролю з метою отримання об'єктивної та достовірної інформації про стан справ на ньому; вжиття заходів щодо запобігання правопорушенням; надання допомоги підконтрольній структурі в поновленні законності і дисципліни; встановлення причин та умов, що сприяють порушенню вимог правових норм	Здійснення спеціально уповноваженими органами цільового спостереження за станом законності, фіксації його порушень і вжиття заходів щодо притягнення порушників до відповідальності

Джерело: сформовано автором

Як показує практика та аналіз основних напрямів діяльності державних регуляторів фінансового ринку, практично всі регулятори із так званої системи загального права наділені як регулюючими нормотворчими та правозастосувальними функціями, так і функціями контрольно-наглядовими.

Всі вищеописані нами моделі та форми державного регулювання фінансового ринку безпосередньо стосуються також і інфраструктури даного ринку.

Вищезазначені регулюючі елементи інфраструктури фінансового ринку є однією з утворюючих систем, що охоплює всіх учасників ринку і забезпечує здійснення ними своєї діяльності відповідно до встановлених правил.

Конкретні умови розвитку фінансового ринку, стан кон'юнктури ринку та стратегічні орієнтири держави зумовлюють необхідність використання різноманітних методів та важелів державного регулювання. Державне регулювання інфраструктури фінансового ринку може здійснюватися двома шляхами – прямо або опосередковано.

Пряме державне регулювання інфраструктури фінансового ринку полягає в розробці, впровадженні та вдосконаленні нормативної правової бази фінансового ринку, а також у застосуванні відповідних адміністративно-правових методів регулювання з метою забезпечення всебічного функціонування фінансового ринку.

Непряме державне регулювання інфраструктури фінансового ринку здійснюється державою через частину економічних важелів, що перебувають у його розпорядженні, за допомогою методів, які можна класифікувати як власне економічні та пропагандистські (рис. 2.4).

Вся сукупність методів, що застосовуються в державному регулюванні інфраструктури фінансового ринку, повинна враховувати, що надійність інфраструктури визначає можливості як її існування, так і існування всього фінансового ринку. Тому найважливішим напрямком регулювання стає забезпечення прозорості, надійності та ефективності діяльності

інфраструктурних елементів фінансового ринку. У зв'язку з цим найважливішим механізмом державного регулювання інфраструктури фінансового ринку є створення такої системи державного регулювання, яка б змогла забезпечити законність здійснюваних операцій, виключення можливості недобросовісних ринкових практик і головним чином – захист інвесторів на фінансовому ринку.

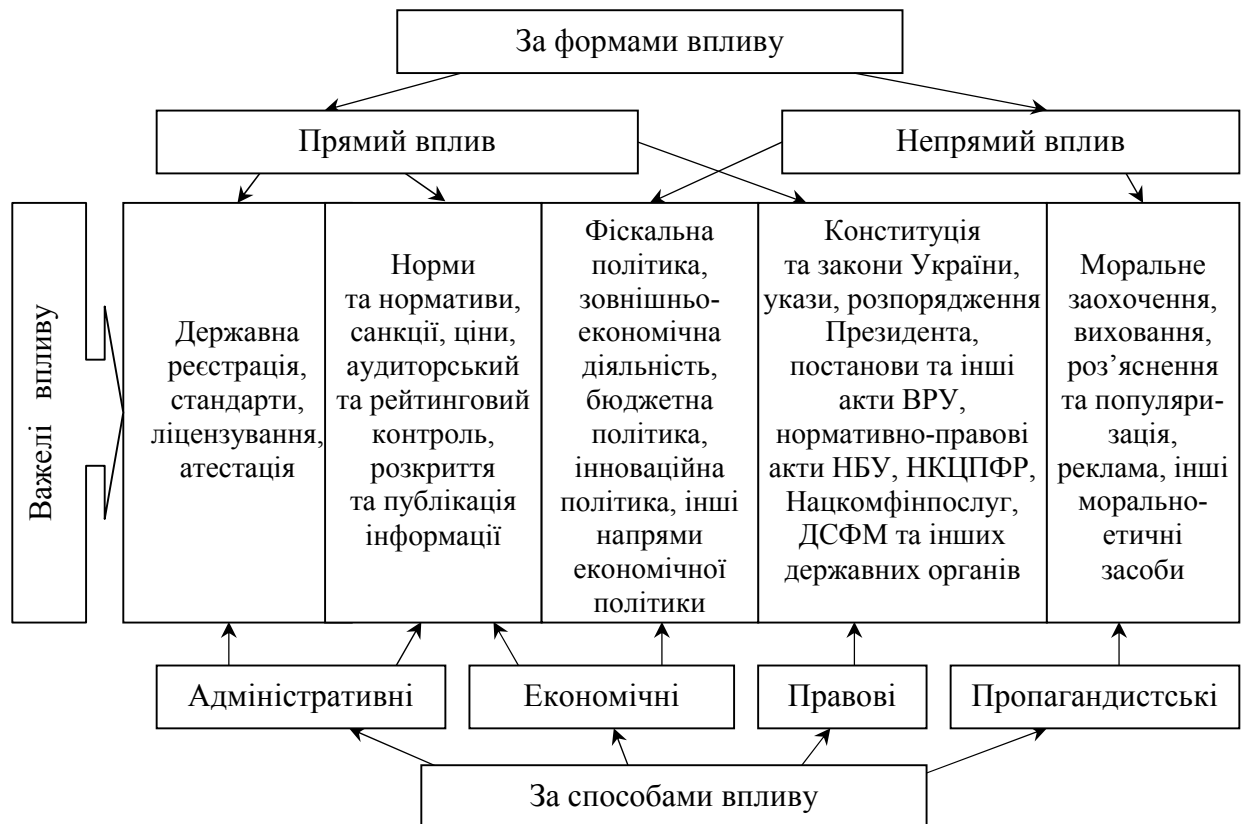


Рисунок 2.4 – Класифікація методів державного регулювання інфраструктури фінансового ринку (сформовано автором на основі [297])

Як ми бачимо із рисунка 2.4, кожен із наведених методів ґрунтується на використанні сукупності певних важелів (інструментів) регулювання.

До важливих інструментів прямого впливу державного регулювання інфраструктури фінансового ринку належать ліцензування всіх видів професійної діяльності, сертифікація осіб, що здійснюють певні види професійної діяльності. Ліцензування зачіпає всіх професіоналів ринку, тому

його здійснення має відповідати таким вимогам, як гласність і відкритість, дотримання законності та встановлення єдиних правил для всіх отримувачів ліцензії. На фінансовому ринку отримання ліцензії супроводжується встановленням певних вимог до претендентів. Найбільш істотними з них є вимоги до розміру власного капіталу та кваліфікаційні вимоги до працівників професійного учасника.

Відносно ліцензування необхідно відзначити той факт, що найбільша та найрізноманітніша кількість ліцензій видається на фондовому ринку. Адже всі види професійної діяльності, що здійснюються на ньому потребують, ліцензування з боку державного регулюючого органу. Тому на даному ринку забезпечується ліцензування діяльності професійних учасників ринку та визначені ліцензійні умови провадження відповідної діяльності на фондовому ринку. На підставі ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку [229, 230, 231, 232] нами визначено нормативно-правові вимоги до ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів (додаток Ж).

Після перевірки на дотримання ліцензійних умов діяльності професійний учасник фондового ринку може претендувати на отримання відповідної ліцензії.

Також, діяльність на фінансовому ринку, в тому числі і інфраструктура не може обійтись без наявності нормативно-правового забезпечення та встановлених норм та нормативів, що є суттєвим важелем економічного впливу. Адже невиконання суб'єктами інфраструктури встановлених норм і правил тягне за собою застосування до них штрафних санкцій у вигляді штрафів, пені, неустойки тощо.

Так, на даний момент законодавством встановлені наступні нормативи достатності власних коштів професійних учасників фінансового ринку (табл. 2.7).

Таблиця 2.7 – Розміри статутного капіталу для професійних учасників фінансового ринку України за станом на 01.01.2013

Вид професійної діяльності	Мінімальний розмір статутного капіталу
<i>Діяльність на грошовому та кредитному ринках</i>	
1. Здійснення банківських операцій	
- діяльність банків	120 млн грн.
- діяльність небанківських фінансових установ по здійсненню окремих банківських операцій	60 млн грн.
2. Діяльність небанківських фінансово-кредитних установ	
- кредитних спілок	–
- ломбардів	200 тис. грн.
- фінансово-кредитних установ	н/д
3. Діяльність фінансових компаній	
- лізингових компаній (фінансовий лізинг)	5 млн грн.
- факторингових компаній	3 млн грн.
в т.ч. тих, що надають фінансові послуги, що передбачають здійснення операцій з коштами, отриманими від фізичних осіб, а також клірингу	5 млн грн.
інші компанії	3 млн грн.
- управителі ФФБ та ФОН	5 млн грн.
- небанківські фінансові установи, що здійснюють переказ грошових коштів	5 млн грн.
в т. ч. за наявності філій	7 млн грн.
- адміністратори фінансових активів для придбання товарів в групах	5 млн грн.
<i>Діяльність на фондовому ринку</i>	
1. Діяльність з торгівлі цінними паперами	
- брокерська діяльність;	1 млн грн.
- дилерська діяльність;	500 тис. грн.
- андеррайтинг;	7 млн грн.
- діяльність з управління цінними паперами	
2. Організація торгівлі ЦП	
- фондова біржа	15 млн грн.
- фондова біржа, що здійснює кліринг	25 млн грн.
3. Депозитарна діяльність	
- депозитарій	15 млн грн.
- кліринговий депозитарій	25 млн грн.
- зберігач	7 млн грн.
- реєстратор	100 тис. грн.
- Центральний депозитарій*	100 млн грн.
4. Управління активами	
- корпоративний інвестиційний фонд	1 250 мін. зарплат
- пайовий інвестиційний фонд	
- компанія з управління активами	7 млн грн.
5. Діяльність рейтингових агентств	
	2 500 мін. зарплат

* буде створений у зв'язку із змінами в законодавстві

Джерело: сформовано автором

Дані таблиці 2.7 свідчать про те, що найбільш жорсткі вимоги до власного капіталу мають фінансові установи, які здійснюють банківські операції. Це і не дивно, адже основними вкладеннями заощаджень населення на ринку виступають різноманітні депозити. Збільшення регулятивного капіталу банків відбулося останніми роками з 75 млн грн. до 120 млн грн.

Крім того, починаючи з липня 2010 року, відбулося і збільшення нормативів відносно статутного капіталу суб'єктів інфраструктури фондового ринку. Найбільше збільшення цього показника відбулося для зберігачів (з 1 млн грн. до 7 млн грн.), депозитаріїв (з 2 млн грн. до 15 млн грн.) та торговців цінними паперами, які здійснюють діяльність з управління цінними паперами та андеррайтинг (з 300 тис. грн. до 7 млн грн. та з 600 тис. грн. до 7 млн грн. відповідно).

Інструментом прямого адміністративного регулювання також є ціни. Державне регулювання здійснюють шляхом встановлення фіксованих цін на обов'язкові послуги, що надаються на ринку інфраструктурою.

Не останнє місце в державному регулюванні займають і важелі непрямого впливу на функціонування інфраструктури фінансового ринку. До таких важелів належать як економічні, так і пропагандистські важелі. До економічних ми відносимо саме ті, за допомогою яких держава опосередковано впливає на фінансовий ринок.

Взагалі, досвід України у сфері державного регулювання фінансового ринку та його інфраструктури становить інтерес, оскільки державне регулювання в Україні побудовано за американськими зразками, з урахуванням досвіду їх застосування в Росії.

Основним елементом системи державного регулювання фінансового ринку та його інфраструктури звичайно є нормативно-правова база, що забезпечує створення, функціонування та стимулювання розвитку інфраструктури фінансового ринку за допомогою регулювання інфраструктури ринку у вищезазначених формах прямого і непрямого регулювання.

Законодавчі норми включають всю нормативну базу регулювання інфраструктури фінансового ринку, що будується за ієрархічним принципом. Більшість спеціалістів у дану ієрархічну структуру включають виключно вітчизняні документи. На нашу думку, з урахуванням глобалізації та розвитку міжнародного фінансового ринку одним із шаблів законодавчої ієрархії виступають різноманітні міжнародні директиви та рішення.

Вищими нормативними актами є закони, що встановлюють основні правила функціонування інфраструктури фінансового ринку. Даними законами регулюються відносини, що виникають не тільки на різних сегментах фінансового ринку, а і в різних підсистемах його інфраструктури – чи то в торгівлі цінними паперами, депозитарній діяльності чи визначенні кредитних рейтингів тощо.

Потрібно зазначити, що закони прописують тільки основні принципи функціонування інфраструктури фінансового ринку без їх детального розгляду. Конкретизація положень, зафіксованих у законі, здійснюється в нормативних актах, що видаються органами виконавчої влади та державними регуляторами. Тобто нормативні акти міністерств, відомств та регуляторів формують другий рівень державного регулювання інфраструктури фінансового ринку.

Третій рівень законодавчої ієрархії складають інструкції, правила, методики, положення, що розробляються самими інфраструктурними суб'єктами фінансового ринку.

Інфраструктура фінансового ринку України має базуватися також на основних положеннях Директив Європейського Союзу та різноманітних світових фінансових організацій, що складають четвертий рівень законодавчої ієрархії. Зокрема, потрібно брати до уваги Директиву Європейського Парламенту і Ради ЄС “Про ринки фінансових інструментів” (від 21.04.2004 № 2004/39/ЄС). Згідно з даним документом, для ефективного регулювання фінансового ринку та його інфраструктури необхідно елементи

інфраструктури об'єднати в системи регулювання: розрахункову, облікову та торговельну.

Отже, тільки наявність законодавчої бази на всіх чотирьох рівнях дозволяє забезпечити ефективне функціонування інфраструктури ринку. Знову ж таки, просто наявність законодавчих та нормативно-правових актів не буде повністю відповідати реальним потребам ринку. Для забезпечення більшої ефективності такого регулювання необхідно щоб виконувалася найважливіша вимога, якій повинна відповідати нормативно-правова база, – це дохідливість, несуперечність, неприпустимість подвійного тлумачення, відповідність.

Згідно з експертними оцінками, навіть з урахуванням вдосконалення більшості нормативно-правових актів за останній період, та незважаючи на всі вжиті заходи з розвитку законодавства, що регулює інфраструктуру фінансового ринку України, законодавча база, яка визначає правила функціонування даної інфраструктури ринку, все ще потребує значних змін і вдосконалення.

Вітчизняна система державного регулювання фінансового ринку та його інфраструктури створювалася паралельно зі становленням самого ринку і в багатьох аспектах відіграла позитивну роль в його розвитку. Як уже зазначалося нами, ця система в цілому враховує міжнародний досвід регулювання фінансових ринків і відповідає світовим тенденціям розвитку регулювання в цій сфері, проте вона має ряд національних особливостей. Одна із головних особливостей полягає в складності структурованості розподілу регулюючих і контролюючих повноважень у сфері фінансових ринків між декількома відомствами. Розглядаючи моделі державного регулювання фінансового ринку, ми відмітили, що державне регулювання фінансового ринку та його інфраструктури в Україні здійснюється за традиційною секторною моделлю, тобто декількома державними органами, які повинні забезпечувати реалізацію і захист прав інвесторів і свободу

діяльності учасників фінансового ринку в рамках правил, передбачених законодавчо-нормативною базою.

Участь державних органів у регулюванні інфраструктури фінансового ринку є необхідною умовою перш за все фінансової безпеки держави, оскільки, як свідчить світовий досвід, цей ринок і його інфраструктура є найбільш масштабними і ризикованими. Особливо активні функції з контролю та нагляду необхідно здійснювати на початкових етапах становлення і розвитку ринку, оскільки тільки держава може створити ринковий механізм в цивілізованій і безпечній формі.

Розглянемо більш детально питання щодо системи органів державного регулювання та контролю у сфері інфраструктури фінансового ринку в Україні.

Отже, фінансовий ринок взагалі поділений на декілька сегментів, про які ми говорили в попередньому розділі. Так, з урахуванням існуючої секторної моделі державного регулювання грошового, кредитного і фондового ринків, відповідно до норм чинного законодавства, органами, що здійснюють державне регулювання інфраструктури фінансового ринку, є:

1. Національний банк України – регулює інфраструктуру ринку банківських послуг на грошовому, валютному та кредитному ринках. Він проводить єдину державну політику в галузі грошового обігу, кредиту, зміцнення грошової одиниці, організує міжбанківські розрахунки, координує діяльність банківської системи в цілому, визначає курс грошової одиниці відносно валют інших країн. НБУ встановлює порядок визначення облікової ставки та інших процентних ставок за своїми операціями, дає дозвіл на створення комерційних банків шляхом їх реєстрації та видає ліцензії на виконання банківських операцій, встановлює банкам та іншим фінансово-кредитним установам нормативи обов'язкового резервування коштів. Також НБУ є безпосередньо інфраструктурним суб'єктом на ринку державних цінних паперів.

2. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) – регулює інфраструктуру фондового ринку. Це, перш за все, формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування інфраструктури ринку цінних паперів та їх похідних в Україні, сприяння адаптації національної інфраструктури ринку цінних паперів до міжнародних стандартів. Крім того, до компетенції даного регулятора в частині інфраструктури ринку входить здійснення національного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування;

3. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг) – регулює інфраструктуру послуг, які надаються на фінансовому ринку. Завдання у сфері регулювання та контролю інфраструктури фінансового ринку подібні до завдань НКЦПФР, але стосуються вони ринку фінансових послуг, які надаються на фінансовому ринку. Зокрема, таких суб'єктів, як фінансові компанії, ломбарди, кредитні спілки, лізингові, факторингові компанії та ін.

З метою забезпечення ефективного регулювання фінансового ринку та його інфраструктури між НБУ, НКЦПФР та Нацкомфінпослуг укладено Меморандум про взаємодію і обмін інформацією. Згідно з даним документом вищезазначені установи мають право на доступ до інформаційних баз даних одне одного, які ведуться з метою регулювання та контролю фінансового ринку.

Більш докладніше питання створення цих державних регуляторів та їх законодавчого забезпечення нами було розглянуто в попередньому пункті щодо етапів створення та розвитку інфраструктури фінансового ринку.

Крім того, у межах своїх повноважень, визначених законодавством та виконуваних ними функцій, мають вплив на суб'єктів інфраструктури фінансового ринку і такі державні органи, як Верховна Рада України (ВРУ) та Кабінет Міністрів України (КМУ), Антимонопольний комітет України (АМКУ) та Фонд державного майна України (ФДМУ), Державна служба

фінансового моніторингу України (ДСФМУ) та Державна податкова служба України (ДПСУ).

Так, ВРУ та КМУ реалізує повноваження щодо державного контролю в частині прийняття різноманітних нормативно-правових актів, що регламентують засади створення та функціонування елементів інфраструктури, зокрема, через встановлення загального правового порядку організації та діяльності всіх її суб'єктів. Основним завданням АМКУ в регулюванні інфраструктури фінансового ринку є його участь у формуванні та реалізації конкурентної політики в частині здійснення державного контролю за дотриманням законодавства про захист економічної конкуренції на засадах рівності інфраструктурних суб'єктів перед законом та пріоритету прав споживачів, запобігання, виявлення і припинення порушень законодавства про захист економічної конкуренції на фінансовому ринку. Основні дії стосовно регулювання інфраструктури фінансового ринку ФДМУ полягають у здійсненні контролю у сфері організації та проведення приватизації державного майна та відчуження державного майна у випадках, встановлених законодавством через організаторів торгівлі. Відносно ДСФМУ, то її інтереси в інфраструктурі фінансового ринку проявляються у регулюванні та контролі у сфері запобігання та протидії легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, або фінансуванню тероризму. В більшості випадків це стосується банків, торговців цінними паперами, інвестиційних компаній та суб'єктів ринку спільного інвестування. І, звичайно, всі питання оподаткування операцій з фінансовими активами та самих інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку регулює та контролює ДПСУ.

Отже, державне регулювання інфраструктури фінансового ринку базується на взаємодії окремих органів державного регулювання фінансового ринку, сукупності нормативно-правових актів, організаційних та економічних заходів, які складають певний механізм та сприяють успішному розвитку фінансового ринку та його інфраструктури.

Структурною складовою механізму державного регулювання фінансового ринку та його інфраструктури є організаційно-економічний механізм державного регулювання, під яким, на думку автора, слід розуміти сукупність економічних й адміністративно-правових важелів та інструментів регулювання, спрямованих на дотримання та ефективне використання економічних законів для побудови ефективної моделі регулювання фінансового ринку та його інфраструктури.

Організаційно-економічний механізм державного регулювання інфраструктури фінансового ринку діє під впливом внутрішніх і зовнішніх чинників функціонування та розвитку фінансового ринку і відображає складну систему різноманітних економічних відносин як усередині країни, так і поза її межами [162].

Але, в той же час, незважаючи на сформовану систему державного регулювання фінансового ринку, визначення та розподіл повноважень щодо регулювання, нагляду і контролю за діяльністю суб'єктів ринку, державне регулювання інфраструктури на сучасному етапі характеризується недостатньою ефективністю та стратегічною невизначеністю. Причиною цього є нестійкість законодавчої бази, а також досить часті перегляди “правил гри” на фінансовому ринку. Через відсутність у законодавчих та наукових виданнях, засобах масової інформації чіткого трактування сутності поняття “фінансовий ринок” та “інфраструктура фінансового ринку”, проблемою є відслідковування інформаційних потоків, що дають можливість оцінити та спрогнозувати ситуацію, що складається на певних сегментах та територіальних проявах фінансового ринку.

Отже, система державного регулювання інфраструктури фінансового ринку потребує вдосконалення та вирішення її нагальних проблем. Для більш ефективного використання певних прийомів та методів у процесі вдосконалення державного регулювання необхідно визначити алгоритм такого вдосконалення (рис. 2.5).

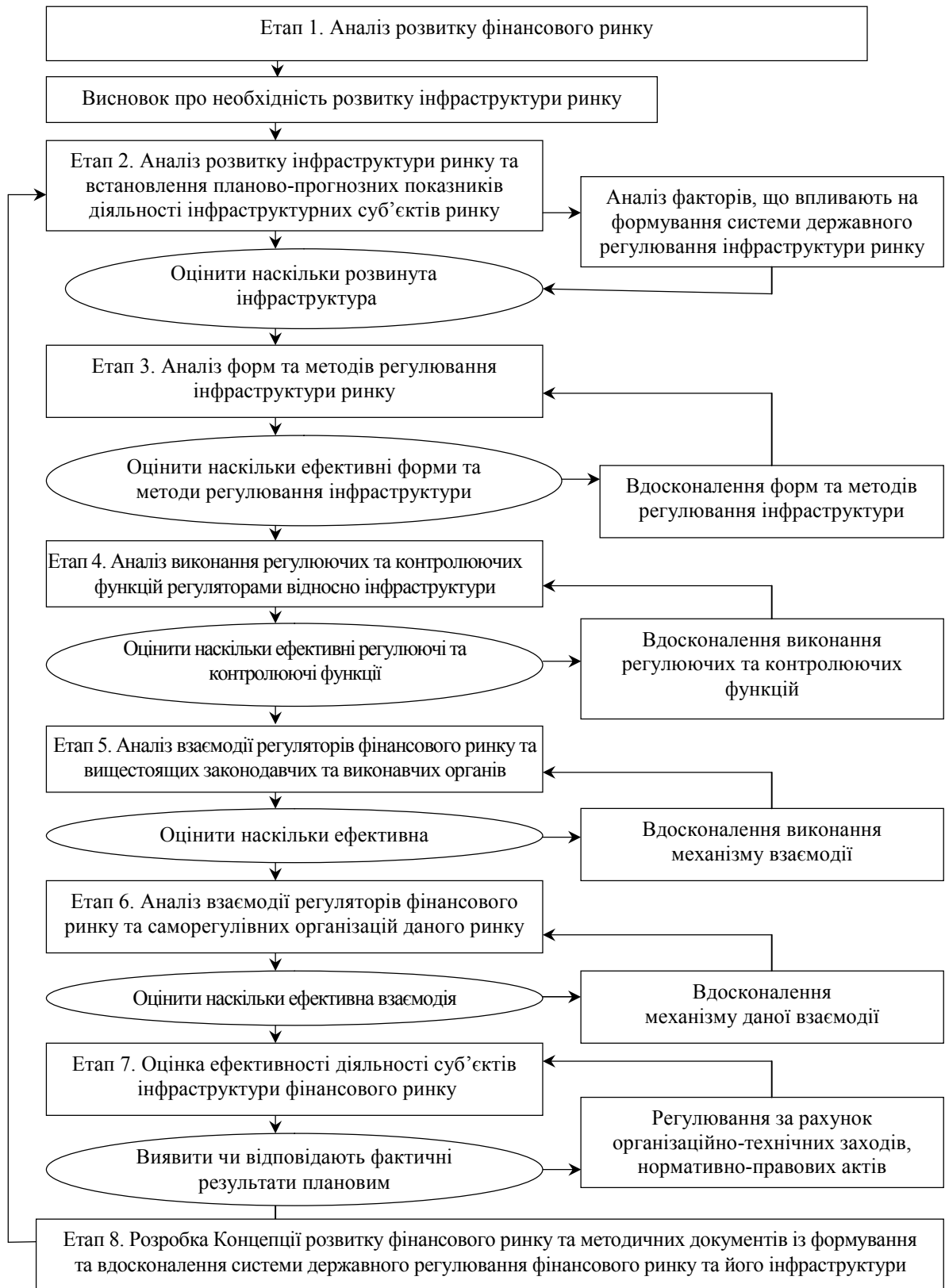


Рисунок 2.5 – Процес вдосконалення системи державного регулювання інфраструктури фінансового ринку (авторське узагальнення)

Процедура вдосконалення системи державного регулювання інфраструктури фінансового ринку розпочинається, перш за все, з висновку та прийняття рішення щодо необхідності розвитку інфраструктури.

Крім того, необхідно проаналізувати форми та методи державного регулювання, виконання органами державного регулювання своїх регулюючих та контролюючих функцій і у випадку їх невідповідності, здійснити відповідні заходи щодо покращення ситуації в даних питаннях.

З урахуванням того, що регулювання, в тому числі і державне, здійснюється не тільки уповноваженими органами, то потрібно також оцінити ефективність їх взаємодії з іншими державними органами та установами, саморегулювальними організаціями, при цьому вживаючи відповідних заходів щодо покращення їх взаємовідносин. Як видно з рисунка 2.5, в підсумку для більш ефективного регулювання та розвитку фінансового ринку потрібно на державному рівні розробити та прийняти так звану Концепцію розвитку фінансового ринку із виділенням окремого розділу стосовно державного регулювання ринку та його інфраструктури.

Концепція державного регулювання розвитку інфраструктури фінансового ринку полягає в тому, щоб створювати випереджальну щодо рівня розвитку фінансового ринку його інфраструктуру з адекватною суб'єктно-об'єктною частиною та змістовною інституціональною системою, яка б закріплювала норми та положення у свідомості та поведінці економічних суб'єктів [86].

Розробка такої концепції є частиною всього процесу вдосконалення організаційно-економічного механізму державного регулювання інфраструктури фінансового ринку.

Інтереси розглянутих нами органів державного регулювання інфраструктури фінансового ринку не завжди збігаються і можуть суперечити один одному відносно розвитку інфраструктури даного ринку. Тому наступною проблемою, яка потребує негайного вирішення, є питання узгодженості та координації діяльності вищезазначених структур. З метою її

вирішення вітчизняними науковцями-економістами було зроблено досить багато спроб у написанні та наданні рекомендацій стосовно більш ефективної діяльності регулюючих органів фінансового ринку. Ці рекомендації стосувалися, перш за все, створення єдиного так званого мегарегулятора фінансового ринку та Координаційної ради з питань регулювання фінансового ринку України.

Перша спроба вирішити зазначену проблему була зроблена на державному рівні у листопаді 2011 року. Президент України своїми двома указами “Про ліквідацію Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку” (від 23.11.2011 № 1061/2011) ліквідував ДКЦПФР та “Про ліквідацію Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України” (від 23.11.2011 № 1069/2011) – ДКРРФП, а наступними документами – “Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку” (Указ, Положення Президента України від 23.11.2011 № 1063/2011) було створено на базі ДКЦПФР Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, а на базі ДКРРФП – Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг згідно з Указом “Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг” (Указ, Положення Президента України від 23.11.2011 № 1070/2011). Даними документами передбачалося затвердження граничної чисельності працівників цих установ, а також реорганізація територіальних управлінь.

Хотілося б відмітити той факт, що на початок 2012 року, особливо Нацкомфінпослуг, практично не було зроблено ніяких дій щодо реорганізації установи. Таким чином, ринок став вразливим внаслідок ризику відриву діючих регуляторних норм від реального економічного середовища та потреб держрегулювання та неможливості усунути таке протиріччя.

Ще одним підґрунтям для ризиків є відсутність чіткого механізму реалізації перетворення регулятора, зокрема, визначення правонаступництва національної комісії від держкомісії. Це стосується нормативних

регуляторних актів НКЦПФР та Нацкомфінпослуг, їх застосування, процедур правозастосування та судових розглядів, що не завершені.

Взагалі, зарубіжна практика на сьогодні не має абсолютних аналогів подібних “перетворень”, які змінюють назву та термін повноважень членів державного регулятора, проте не змінюють обсягу регуляторних повноважень самого органа. Здебільшого перетворення в інших країнах мають на меті більш суттєві та концептуальні зміни – наприклад, створення мегарегулятора фінансового ринку шляхом об’єднання галузевих регуляторів або концентрації системи регулювання передачі до одного органа відповідних повноважень.

Отже, враховуючи такі дії з перетворення основних регуляторів фінансового ринку та враховуючи основні недоліки їх діяльності в інших країнах світу, з практичної точки зору зазначати про створення мегарегулятора на вітчизняному фінансовому ринку не є доцільним. А от створення певної Координаційної ради з питань регулювання фінансового ринку України, яку запропонувала у своїй роботі науковець І. О. Школьник ми допускаємо. Як зазначає автор даної пропозиції, така Координаційна рада повинна взяти на себе функції із узгодження наглядових та регулятивних питань, пов’язаних із державним регулюванням фінансового ринку, розробки спільних стандартів та правил, а також розробки єдиної стратегії розвитку фінансового ринку країни [353].

Завданнями нашого дослідження є розгляд питань щодо розвитку інфраструктури фінансового ринку, в тому числі і державного регулювання. З урахуванням того, що запропонована І. О. Школьник Координаційна рада опікується проблемами розвитку всього фінансового ринку, ми пропонуємо при такому органі регулювання створити комітети з питань сприяння розвитку інфраструктури фінансового ринку та захисту прав споживачів фінансових послуг. Адже саме розвиток інфраструктури фінансового ринку сильно залежить від попиту на існуючі послуги, які надаються інфраструктурними суб’єктами. Тим більше, що ні НБУ, ні Нацкомфінпослуг

не мають таких структурних підрозділів. І тільки в НКЦПФР існує Комітет з питань захисту прав інвесторів та правозастосування на фондовому ринку і департаменти, що регулюють окремі складові інфраструктури фондового ринку, а саме Департамент регулювання діяльності торговців цінними паперами та фондових бірж, департамент регулювання депозитарної та розрахунково-клірингової діяльності та управління інформаційних технологій.

Звідси виходить, що розробленням та впровадженням запропонованої нами загальної Концепції розвитку фінансового ринку України може займатися Координаційна рада з питань регулювання фінансового ринку, а положеннями в даній Концепції стосовно інфраструктури – комітет з питань сприяння розвитку інфраструктури фінансового ринку, який також буде здійснювати моніторинг за діяльністю суб'єктів інфраструктури фінансового ринку, а також сприяти їхньому ефективному функціонуванню задля задоволення потреб як самих інфраструктурних суб'єктів, так і споживачів їх послуг.

Крім того, такий комітет повинен допомагати основним регуляторам в організації моніторингу та створенні єдиного інформаційного простору, який дозволить оптимізувати взаємодію всіх суб'єктів фінансового ринку. Тобто потрібно створити таку базу даних стосовно позичальників, інвесторів та самої інфраструктури, яка б допомогла зорієнтуватися споживачам та постачальникам капіталу у виборі необхідної послуги, що надається інфраструктурними суб'єктами, самим інфраструктурним суб'єктам зменшити існуючі ризики у своїй діяльності, а також державі – більш оперативно відслідковувати та реагувати на визначені події, які відбуваються в рамках всього фінансового ринку, а не тільки в тому сегменті ринку, в якому вони мають вплив.

Стверджувати про ефективність такої бази можна буде тільки в тому випадку, якщо вона буде доповнюватися з певною періодичністю, як мінімум один раз на квартал. Цією інформацією можна скористатися у будь-який час,

що дасть змогу користувачам оперативно та якісно вирішувати цілу низку важливих питань. Наприклад, досить швидко знайти всю необхідну інформацію про аудиторів, здійснити пошук уповноваженого рейтингового агентства, яке визначає кредитні рейтинги, провести оцінку торговців цінними паперами або банків та сформувавши список тих, з ким можна співпрацювати, або за допомогою кадрового агентства замовити підбір працівників у фінансовій сфері потрібної спеціалізації, а завдяки доступу до єдиного інформаційного центру кредитних бюро отримати інформацію про потенційних позичальників. Крім того, майбутнім фахівцям та спеціалістам визначитись із навчальним закладом, де можна отримати відповідну спеціальність, а також отримати сертифікат або пройти перепідготовку по тому чи іншому виду професійної діяльності. На допомогу інвесторам та емітентам стане інформація про організаторів торгівлі, зокрема про умови лістингу, основних емітентів та фінансових інструментів, які мають котирування та доступ на біржовий ринок.

На основі існуючої ситуації в державному регулюванні інфраструктури фінансового ринку та внесених нами пропозицій можна схематично зобразити організаційно-економічний механізм такого регулювання (рис. 2.6).

Будь-якому організаційно-економічному механізму, в тому числі і державного регулювання інфраструктури фінансового ринку, властиве поняття ефективності. Критерієм ефективності роботи організаційно-економічного механізму державного регулювання фінансового ринку є досягнення бажаних показників економіки в довгостроковому періоді. Якщо брати до уваги організаційно-економічний механізм державного регулювання інфраструктури фінансового ринку, то в широкому розумінні його ефективність, як і будь-якого цілеспрямованого процесу представляє собою ступінь досягнення поставлених цілей і ступінь вирішення визначених завдань.



Рисунок 2.6 – Організаційно-економічний механізм державного регулювання інфраструктури фінансового ринку (авторська розробка)

Запропонована нами система параметрів ефективності державного регулювання інфраструктури фінансового ринку (рис. 2.7) дозволяє максимально широко та комплексно висвітлити досліджувану проблему.



Рисунок 2.7 – Система взаємопов’язаних параметрів ефективності державного регулювання інфраструктури фінансового ринку в контексті державного регулювання самого ринку (сформовано автором)

Необхідність посилення державного регулювання фінансового ринку сьогодні безперечно не тільки для країн, що розвиваються, але і для розвинутих ринкових економік. Насамперед, однією з причин світової фінансової кризи, яка мала глобальні негативні наслідки, на думку багатьох аналітиків, було фрагментарне регулювання провідних фінансових ринків, зокрема американського. Більшість неякісних іпотечних кредитів була згенерована не банками, а іпотечними компаніями, нагляд за якими здійснювався на рівні окремих штатів, а не на федеральному рівні.

Якщо ринок регулюється ефективно, то на ньому буде мінімізовано шахрайство по відношенню до клієнтів, при цьому розвинута конкуренція, що підвищує якість фінансових послуг та продуктів та знижує ціну на них, яку платить споживач за їх користування.

Взагалі, потрібно зазначити, що створення ефективного правового регулювання інфраструктури фінансового ринку можливе лише за умови гнучкого поєднання регулювального впливу держави із дією механізму ринкового саморегулювання.

2.4 Саморегулювання як один із видів системи правового регулювання фінансового ринку

На шляху до Європейського співтовариства створення ефективного правового механізму регулювання фінансового ринку та його інфраструктури є однією з ключових задач сучасного українського суспільства.

Досвід ринкових перетворень в Україні свідчить, що державне регулювання фінансового ринку має чітку межу й за певних обставин може стати суттєвою перешкодою на шляху його розвитку. Це зумовлює потребу в оптимальному поєднанні регулювального впливу держави із дією механізмів ринкового саморегулювання. Тобто для повноцінного розвитку ринку необхідне розширення основ недержавного регулювання. Тому передача частини функцій державного регулятора недержавним структурам є необхідною тенденцією майже для всіх країн. Істотну частину функцій, які стосуються ліцензування, контролю, додаткової координації професійної діяльності своїх учасників, можна і треба передавати різноманітним інфраструктурним суб'єктам – таким, як саморегулювні організації, біржі, різні професійні учасники ринку. Адже на сьогодні для цього передумов

значно більше, ніж було на стадії становлення ринку – на ньому з'явилися висококваліфіковані, підготовлені кадри, які можуть здійснювати ці функції.

Розвиток саморегулювання бізнесу в різних формах, по-перше, розширює можливості вибору ефективних форм регулювання ринку (дозволяє розглядати саморегулювання як реальну інституційну альтернативу державному регулюванню), по-друге, створює можливості подолання провалів ринку без використання держави як на добровільній, так і на нормативній основі, по-третє, створює інфраструктуру, що дозволяє консультиватися з учасниками ринку при прийнятті регулюючих рішень.

Дослідження показують, що економіка ефективно розвивається тоді, коли забезпечується оптимальне співвідношення між державним регулюванням і саморегулюванням.

Саморегулювання на фінансових ринках – один із найбільш відомих і добре досліджених типів саморегулювання. Організації, що діють на фінансовому ринку, є класичними “квазірегулюючими” організаціями.

Досвід розвинутих країн світу переконливо свідчить, що наявність у системі національного регулювання інфраструктури фінансового ринку саморегулюючих організацій і розширення основ саморегулювання є обов'язковими умовами для стабільного розвитку фінансових ринків.

Саме тому в даний час досить актуальними є проблеми, пов'язані з функціонуванням на фінансовому ринку саморегулюючих організацій, чий вплив і роль у розвитку даного ринку достатньо великі. Численні дискусії про форми і методи регулювання фінансового ринку та його інфраструктури і їх відповідність реальним потребам ринку і його учасників свідчать про те, що на вітчизняному фінансовому ринку потенціал саморегулюючих організацій дотепер так і не реалізувався. Більше того, у сфері регулювання інфраструктури ринку накопичилося безліч проблем, які негативно впливають на ефективність операцій на ринку і не викликають довіри до українських фінансових активів з боку інвесторів [265].

Необхідно зазначити, що саморегулювання – один із найвищих щаблів цивілізованості ринку. Якщо самі учасники ринку розуміють, що потрібно об'єднувати зусилля для вдосконалення регулюючих їх норм і правил, якщо вони зацікавлені в дисципліні, в чистоті своїх рядів і законності дій, значить, рівень свідомості учасників ринку досяг тієї позначки, коли можна стверджувати про його розвинутість.

На нашу думку, необхідно забезпечити систему, при якій держава втручається в ринок тільки в тих випадках, коли ніякими іншими способами вирішити існуючі проблеми ринку неможливо, і вигоди від державного втручання перевищують пов'язані з ними витрати. Порівняння існуючих моделей регулювання показує, що ринок йшов по шляху розумного обмеження свободи підприємництва в усіх сферах, в тому числі і фінансовій. Але завжди було ясно, де проходить межа, що розділяє компетенції приватного суб'єкта і держави. У компетенції суб'єкта – встановлювати свободу договору та свободу відносин. А в компетенції держави – встановлювати мінімум критеріїв і обмежувати правоздатність суб'єкта в інтересах національної безпеки та здоров'я громадян.

Так як і державне регулювання, як ми зазначали в попередньому підрозділі, саморегулювання інфраструктури фінансового ринку, означає недержавне регулювання всього фінансового ринку. Розглядаючи даний процес в контексті інфраструктури даного ринку, потрібно відмітити те, що саме професійні (інфраструктурні) суб'єкти ринку мають безпосереднє відношення до створення і діяльності СРО. Світовий досвід показує, що практично всі суб'єкти інфраструктури фінансового ринку об'єднуються для вирішення різноманітних питань у своїй діяльності. Тому в даному аспекті, розглядаючи та аналізуючи проблеми недержавного регулювання, ми будемо ототожнювати і зазначати про саморегулювання як ринку в цілому, так і його інфраструктури.

Саморегульвними організаціями у світовій практиці визнають підприємницькі асоціації, добровільні об'єднання, які встановлюють для

своїх членів формальні правила у веденні бізнесу. Якщо звернутися до довідника будь-якої країни, то в ньому обов'язково існує одна або декілька асоціацій інвестиційних інститутів, професійних учасників ринку, які діють в національному масштабі і визнані державою як основні представники професійного співтовариства в галузі надання фінансових послуг.

За такого визнання держава, так би мовити, віддає частину своїх повноважень та функцій з нагляду і регулювання ринку, щоб професійні оператори ринку самі встановлювали для себе правила гри і здійснювали контроль за їх виконанням, маючи на увазі, що цей контроль (за обсягом і якістю) значно результативніший за наглядову діяльність, обмежену державою.

В одних країнах (перш за все, у Великобританії) ринок більшою мірою саморегулюється, чим знаходиться під контрольним впливом держави. Разом з тим в інших країнах моделі регулювання фінансового ринку передбачають жорсткість державних наказів і значно меншу активність професійних учасників у встановленні і контролі правил на ринку.

Саморегулівні організації – це не тільки визначення загальних правил гри або захист інтересів. Це і дотепер нерідко відокремлений ринок, доступ на який обмежений вимогами щодо професіоналізму і етики, обсягів торгівлі і капіталу і тощо. Тобто створення саморегулівної організації – це за звичаєм торгова угода (невипадково, наприклад, за законодавством США фондова біржа також вважається саморегулівною організацією, і додатково вона виконує функції загального встановлення професіоналами правил гри і контролю за їх виконанням).

Ефективність саморегулівних організацій залежить від їхнього вміння враховувати і відображати інтереси співтовариства учасників ринку. Мета саморегулівної організації повинна бути направлена перш за все на те, щоб на ринку працювали тільки гідні, цивілізовані учасники [264].

Критики саморегулювання вказують на неминучі, пов'язані з ним конфлікти інтересів. У доповіді підкомітету Сенату по цінних паперах 1973

p. (1973 Senate Securities Sub-Committee Report) йшла мова про наступні поширені проблеми саморегулювання:

- об'єкти регулювання, природно, ставляться без особливого ентузіазму до регулювання;

- виникає приховане бажання використовувати видимість регулювання галузі як щит проти більш серйозного регулювання;

- підприємці схильні використовувати колективні дії для задоволення своїх інтересів шляхом введення недостатньо жорстких, з позицій регулятивних потреб, антимонопольних правил;

- з'являється опір змінам в системі регулювання, який обумовлений економічною зацікавленістю в її збереженні в незмінному вигляді [206].

Необхідно також враховувати, що для існування СРО необхідні членські внески. Наприклад, фондова біржа – одна із форм СРО – одержує свій дохід від зборів за допуск до котирування і щорічних внесків, що на деяких біржах може скласти суму до 500 000 дол. США. Фінансова зацікавленість біржі в регулярному стягуванні внесків може стримувати її регулятивну активність.

Концепція саморегулювання відповідає традиціям загального права і виникла на основі адміністративного права США і Великобританії. Саме в США в 1792 році, прагнучи до встановлення відповідальності і довіри на ринку цінних паперів, 24 брокери підписали угоду про єдиний рівень комісійних і надання один одному пільг під час переговорів, пов'язаних з продажем цінних паперів. Державні важелі управління і контролю над професійними учасниками ринку цінних паперів з'явилися набагато пізніше – на початку ХХ століття. Тому на сьогоднішній день необхідність існування саморегулятивних організацій, як одного з найважливіших регуляторів ринку, не ставиться під сумнів.

Проте концепція саморегулювання успішно застосовується в країнах, що не користуються загальним правом, а в певних країнах із загальним правом дана концепція стикалася з рядом проблем. Наприклад, в Японії

співпраця між професійними учасниками ринку і урядом досягла висот мистецтва, і ця співпраця мало чим відрізняється від саморегулювання, хоча професійні учасники ринку цінних паперів і банківського сектора Японії ніколи не відрізнялися особливими успіхами в створенні саморегулювних структур. У Таїланді саморегулюванню передував перехідний період. Спочатку фондова біржа була офіційним урядовим регулятором ринку капіталу. Потім був створений самостійний регулятивний орган, і фондова біржа знову стала організацією, заснованою на членстві, з функціями саморегулювання.

Враховуючи те, що першими СРО на світовому ринку фінансових послуг були професійні учасники ринку цінних паперів, аналогічна картина спостерігалася в Індонезії, де Джакартська фондова біржа (Jakarta Stock Exchange) була урядовою установою, що виконує функції державного регулятора. Після того, як ВАРЕРАМ – установа, що регулює фондовий ринок цінних паперів, запрацювала в повну силу, Джакартська фондова біржа знову перетворилася на приватну організацію, засновану на членстві, з функціями саморегулювання.

У Латинській Америці і Європі фондові біржі виникли раніше державних органів, що здійснюють регулювання ринку капіталу. У країнах цих континентів традиція регулювання поведінки на ринку і практики членів біржі зародилася ще в перших професійних організаціях – гільдіях.

Хоча правова система в Індії заснована на англійському звичаєвому праві, в цій країні були труднощі з ухваленням концепції саморегулювання і втіленням її на практиці [206].

Давні традиції саморегулювання у фінансовому секторі має Швейцарія, де активно використовуються такі форми, як автономні кодекси поведінки (наприклад, кодекси поведінки Асоціації швейцарських керуючих активами й Асоціації швейцарських фінансових аналітиків), правила саморегулювання, визнані державним регулятором – Федеральною банківською комісією Швейцарії, інші саморегулювні повноваження, передбачені законодавством.

Яскравим прикладом функцій саморегулювних організацій можуть бути повноваження фондових бірж щодо встановлення й забезпечення дотримання правил лістингу, надані відповідно до закону про цінні папери й фондові біржі, хоча у Швейцарії останні підлягають нагляду з боку Федеральної банківської комісії [339].

Не дивлячись на різні проблеми, на більшості розвинутих ринків існує певний ступінь саморегулювання. Є багато видів саморегулювних організацій, і кожен з них може сприяти розкриттю інформації емітентом. Як вже наголошувалося, однією з форм СРО, що володіє великим потенціалом в плані введення вимог про розкриття інформації емітентом, є фондова біржа, яка в якості надання права на торгівлю може вимагати дотримання певних стандартів, які зазвичай називаються правилами допуску цінних паперів на фондову біржу (стандартами лістингу).

У світовій практиці відомі декілька видів саморегулювання.

Перший вид – делеговане саморегулювання, тобто коли держава передає певні функції по регулюванню ринку (наприклад, ліцензування учасників ринку) організації саморегулювання, встановлює права діяльності подібних організацій. Для всіх схем делегованого саморегулювання через його специфіку характерне встановлення більш жорстких вимог, обов'язкових до виконання.

Саме в цьому випадку виникають вимоги обов'язкового членства суб'єктів професійної діяльності в СРО, страхування відповідальності спричинення шкоди третім особам членами СРО (створення компенсаційних фондів), посилюються вимоги до самих СРО. Зазвичай делеговане саморегулювання займає домінуюче положення на ринку, будучи монополістом через природу делегованих державою функцій.

Другий вид – добровільне саморегулювання, яке припускає встановлення і підтримку правил учасниками СРО без якого-небудь схвалення або спеціального захисту з боку держави. Згадані зобов'язання

виходять за рамки правових вимог або встановлених норм у сферах, в яких відсутні відповідні закони.

Моніторинг за дотриманням добровільно прийнятих норм, а також за застосуванням штрафних санкцій у разі їх недотримання, здійснюється відповідним органом саморегулювання.

Забезпечення майнової відповідальності у сфері добровільного регулювання повинно будуватися на добровільних засадах. При цьому учасники ринку, об'єднані на засадах саморегулювання, мають право самостійно вибирати форми забезпечення відповідальності, пов'язані з реалізацією взятих на себе зобов'язань.

Третій вид – змішаний вид саморегулювання, що містить в собі елементи двох вищеописаних видів. Він характерний для тих країн, де держава чітко позначила в законодавчому порядку, що дотримання норм саморегулювання еквівалентне дотриманню закону. Ця схема не передбачає ні обов'язкового членства, ні обов'язкового дотримання норм. Можлива перевірка дотримання членами встановлених норм і застосування санкцій відносно організацій, що не дотримуються цих норм. Іншим варіантом можуть бути правові санкції, що вживаються у звичайному порядку.

Головна відмінність між сумісним регулюванням і саморегулюванням в даному випадку полягає в ролі держави і силі закону. Сумісне регулювання згідно з визначенням європейської комісії, схоже на змішане саморегулювання, яке, у свою чергу, може перейти на рівень державного регулювання, особливо якщо невдачі у сфері саморегулювання змусять державу втрутитися в ситуацію.

В цілому при змішаному саморегулюванні держава все ж таки повинна брати участь у здійсненні контролю за ефективністю схем з метою забезпечення їх відповідності регулятивним цілям законів, які вони замінюють. Дана роль держави також повинна бути прописана в законі, що дозволить СРО відповідати кодексу, складеному відповідно до закону.

Також можна виділити такі СРО як:

- міжнародні організації;
- національні організації;
- за наявності відносно замкнених регіональних ринків фінансових послуг можна, відповідно, засновувати регіональні СРО.

Якщо узяти США, то фактично нині на американському ринку діють два різні типи СРО.

Перший тип – це інфраструктурні організації, які самі є професійними учасниками ринку. Це, наприклад, Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), Національна клірингова корпорація з цінних паперів (National Securities Clearing Corporation, або NSCC), Клірингова корпорація на ринку опціонів (Option Clearing Corporation, або OCC) й інші інфраструктурні організації.

Членство в таких СРО є добровільним, права і обов'язки такого саморегулювання виникають на засадах договору між учасниками ринку фінансових послуг.

Другий тип СРО – це Національна асоціація дилерів по цінних паперах (National Association of Securities Dealers, або NASD). Відповідно до законодавчих актів, членство в цій СРО є обов'язковим для брокерів і дилерів. Без членства в NASD організація не може одержати дозвіл (ліцензію) на діяльність на ринку цінних паперів, стати членом біржі, клірингової або депозитарної організації.

Позиція відносно СРО, вироблена міжнародним професійним співтовариством, не обмежує множинності СРО, визнаючи при цьому правомірність різних моделей саморегулювання.

Існують різні моделі саморегулювання, і ступінь, в якому використовується саморегулювання, розрізняється. Загальними характеристиками СРО як правило, є їх відокремленість від урядового регулятора (хоча зазвичай уряд зберігає повноваження авторизації і нагляду) і участь в операційній діяльності СРО бізнесу, галузі і, якщо це підходить, інвесторів. Аргументи на користь однієї СРО для кожного виду професійної діяльності відносяться до зниклої у Великобританії системи

саморегулювання. І, навпаки, в Україні де-факто прийнята американська модель саморегулювання, яка припускає множинність СРО, їх “закріплення” за окремими ринками, конкуренцію і неспівпадіння стандартів [176].

Міжнародна практика (табл. 2.8) включає багато моделей регулювання, зокрема моделі без СРО, з однією СРО, що виділяється за функціональною ознакою, або множинними СРО.

Таблиця 2.8 – Порівняльна характеристика моделей регулювання фінансових ринків

Моделі регулювання				
Без СРО*	Відмова від моделі СРО	Одна СРО (за функціональною ознакою)	Множинність СРО (за функціональною ознакою)	Множинність СРО (за змішаною ознакою)
Австралія, Австрія, Бельгія, Бразилія, Угорщина, Венесуела, Німеччина, Гонконг, Данія, Індія, Іспанія, Італія, Китай, Люксембург, Нідерланди, Тайвань, Туреччина, Фінляндія, Франція, Чехія, Швеція, Швейцарія	Велико-британія**	Нова Зеландія Польща, Корея	Японія (Japan Securities Dealers Association, Investment Trust Association. Bond Underwriters Association), Норвегія (Association of Norwegian Stockbrokers Companies)	Канада (Investment Dealers Association – біржі) США (National Association of Securities Dealers), фондові біржі, клірингові корпорації (Municipal Securities Rulemaking Board. Securities Investors Protection Corporation)

*В деяких випадках існують визнані професійні асоціації, що здійснюють захист інтересів своїх членів, а також – рідко і в дуже невеликій частині – функції, що зазвичай відносяться до СРО (наприклад, Палата офіційних брокерів при Франкфуртській фондовій біржі (Chamber of Official Brokers) веде нагляд за своїми членами).

**Створення FSA як квазіурядового органу, підзвітного Міністерству фінансів

Джерело: [206]

Як впливає з табл. 2.8, серед 30 найбільших фондових ринків світу найбільш поширена (більше 75 % країн) модель, в якій не існує в очевидній формі саморегулювних організацій. Характерно, що відмова від складної і множинної системи СРО в кінці 1990-х років відбулася і у Великобританії, яка була одним із засновників концепції саморегулювання. У секторі традиційних банківських операцій концепція СРО взагалі не застосовується,

будучи затребувана, перш за все, для ринку цінних паперів та інших фінансових продуктів.

Досить поширене створення СРО за функціональною ознакою (брокерсько-дилерська діяльність, інвестиційна діяльність), за продуктовою ознакою (наприклад, муніципальні, корпоративні цінні папери), за закріпленою за певним ринком (біржі, позабіржовий ринок) або інфраструктурою, що обслуговує певні ринки. В останніх випадках СРО виконують не тільки функції саморегулювання, але і функції організації ринку, конкурують між собою.

Як засвідчила світова практика, найефективнішим є використання принципів саморегулювання у країнах із тривалим досвідом функціонування фінансових ринків. В Україні використання можливостей саморегулювних організацій має бути пов'язане передусім із перенесенням на них певної частки витрат щодо регулювання, делегуванням функцій моніторингу ринку, забезпеченням правозастосування та інших аспектів детального адміністрування, а також залученням їх до захисту прав споживачів фінансових послуг і реалізації освітніх програм [176].

Одним із пріоритетних напрямків державної політики у сфері регулювання і нагляду є підвищення ролі саморегулювних організацій професійних учасників ринку, визначення законодавчого статусу СРО на фінансовому ринку та забезпечення ефективної їх взаємодії з регуляторними органами.

Україна у сфері розвитку фінансового ринку також просувається шляхом створення та розвитку саморегулювних організацій. Враховуючи це, одним із пріоритетних завдань державних регуляторів є посилення співробітництва із СРО з метою розробки системи стандартів якості послуг, що надаються професійними учасниками ринку.

До основних повноважень саморегулювних організацій належать розробка і внесення змін до нормативних документів, запровадження й забезпечення дотримання правил поведінки, врегулювання спорів, переважно

через арбітраж, тощо. Ці повноваження, як правило, надаються саморегульним організаціям шляхом делегування офіційним державним регулятором відповідних функцій недержавній організації. Відповідно до світової практики та з урахуванням національних особливостей і умов розвитку саморегулювання на фінансовому ринку України нами виділені основні складові діяльності СРО на ринку (рис. 2.8).

Специфіка вітчизняного фінансового ринку полягає в тому, що держава в законодавчому чи нормативному порядку може призначати саморегульні організації, як це робиться в деяких країнах – не членах ЄС. Крім того, багатосегментність ринку та існування в Україні декількох державних регуляторів на ньому накладає свій відбиток у неналежному законодавчому розумінні сутності та визначення СРО.

На ефективність регулювання у фінансовому секторі України негативно впливає слабка узгодженість регуляторних дій та недостатня співпраця з професійними учасниками ринку, їх саморегульними організаціями та об'єднаннями споживачів фінансових послуг. За таких обставин перехід до сучасної моделі регулювання вимагає масштабного та досить глибокого реформування існуючої в Україні системи регулювання на фінансовому ринку. Ініціатором повноцінного саморегулювання в Україні повинна стати держава, що об'єднує споживачів фінансових послуг [264].

Незважаючи на певні непорозуміння у взаємовідносинах державних органів регулювання та СРО, існують і позитивні моменти в цілому в підприємницькій діяльності стосовно цього питання. Так, з метою системної взаємодії з громадськими організаціями підприємців та їх спілками в напрямку реалізації основних стратегічних напрямків впровадження на державному рівні політики саморегулювання підприємницької та професійної діяльності в Україні наказом Державного комітету з регуляторної політики та підприємництва від 15.10.2010 № 1234 створено Громадську раду з розвитку саморегулювання, яка є консультаційно-

дорадчим органом при Державному комітеті України з регуляторної політики і підприємництва.

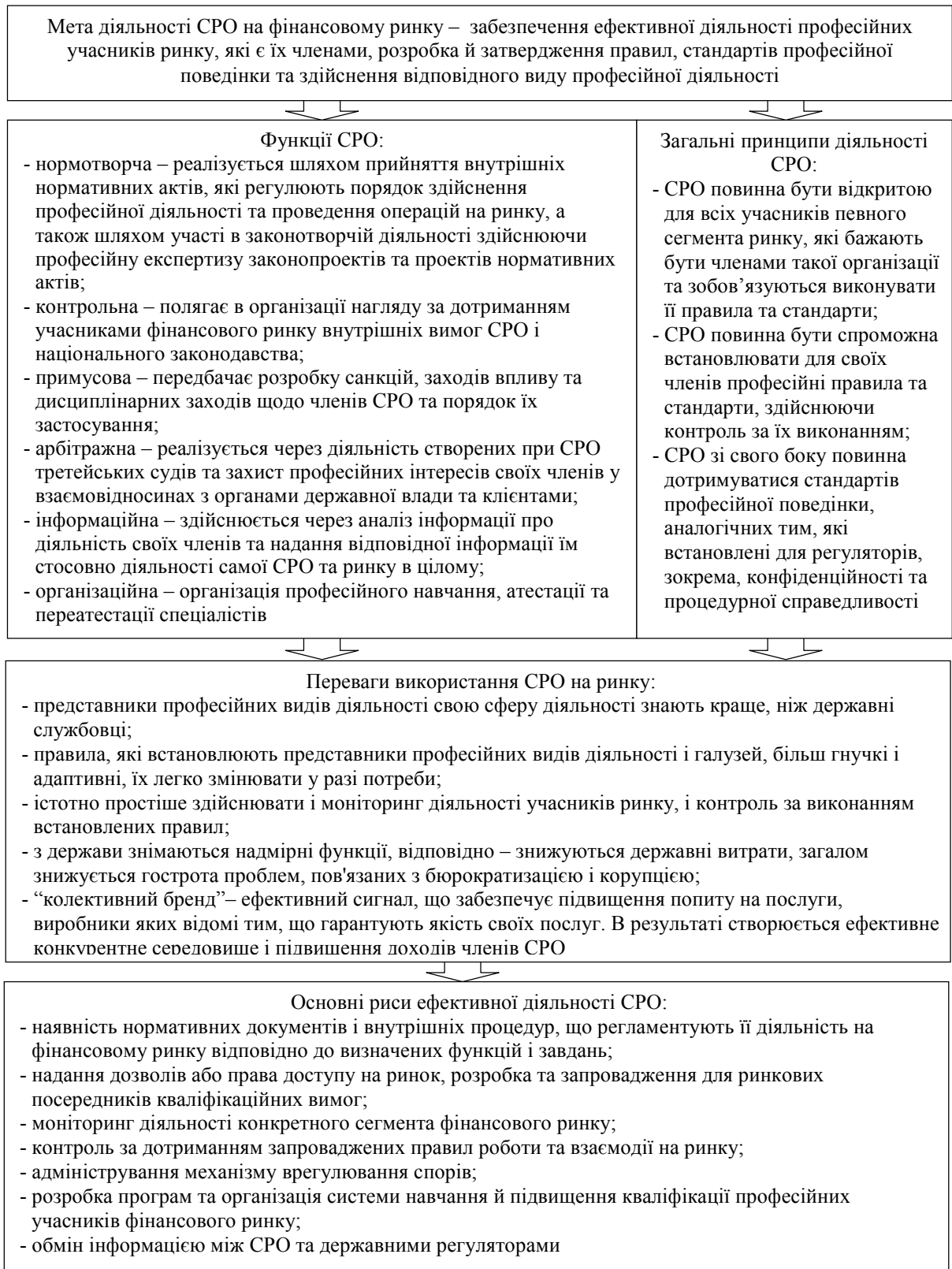


Рисунок 2.8 – Основні складові діяльності СРО на ринку
(розроблено автором на основі [265, 339])

Враховуючи те, що основними складовими фінансового ринку, як ми уже зазначали, є грошова та кредитна системи та фондовий ринок, інфраструктура яких регулюється відповідними нормативно-правовими актами, то і визначення СРО є різними. Нами проаналізовано законодавчі аспекти визначення та принципів діяльності СРО на фінансовому ринку України (табл. 2.9).

Таблиця 2.9 – Нормативно-правове забезпечення та визначення СРО на фінансовому ринку в Україні

Назва державного регулятора	Вид сектора, який регулюється	Назва нормативно-правового акта	Визначення СРО
Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг	Кредитний ринок	Положення “Про делегування Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України окремих повноважень одній із всеукраїнських асоціацій кредитних спілок” від 03.10.2006 № 6280	Саморегулівна організація кредитних спілок (всеукраїнська асоціація кредитних спілок), якій за рішенням Нацкомфінпослуг делеговано окремі повноваження та інформація про яку внесена до реєстру саморегулівних організацій фінансових установ
	Ринок послуг фінансових компаній	Закон України “Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг” від 12.07.2001 № 2664-III	Саморегулівна організація – неприбуткове об’єднання фінансових установ, створене з метою захисту інтересів своїх членів та інших учасників ринків фінансових послуг та якому делегуються відповідними державними органами, що здійснюють регулювання ринків фінансових послуг, повноваження щодо розроблення і впровадження правил поведінки на ринках фінансових послуг та/або сертифікації фахівців ринку фінансових послуг
Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Фондовий ринок	Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV, Положення “Про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку” від 17.02.2009 № 125	Саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку – неприбуткове об’єднання учасників фондового ринку, що провадять професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених НКЦПФР
Національний банк України	Ринок банківських послуг	Закон України “Про банки і банківську діяльність” від 07.12.2000 № 2121-III	Визначення відсутнє

Джерело: сформовано автором

Враховувати потрібно і те, що Нацкомфінпослуг окрім кредитного ринку та діяльності фінансових компаній здійснює регулювання ще

страхового ринку та ринку недержавного пенсійного забезпечення, де присутні також СРО і існує відповідно їх законодавче регулювання. Тож необхідно зазначити, що навіть в межах ринку фінансових послуг надається різне трактування СРО, хоча певна тотожність між ними є. Це говорить про те, що немає спільної, єдиної політики як державного, так і саморегулювання не тільки фінансового ринку в цілому, а й окремих його сегментів.

Крім того, ще однією особливістю створення СРО на фінансовому ринку в Україні є те, що фінансові установи мають право на добровільних засадах об'єднувати свою діяльність і це об'єднання фінансових установ набуває статусу саморегулювальної організації після внесення запису про неї до відповідного реєстру (Положення про реєстр саморегулювальних організацій фінансових установ від 26.07.2005 № 4380), який ведеться державними органами з питань регулювання діяльності фінансових установ та ринків фінансових послуг у межах їх компетенції.

Даний теоретичний аналіз можливостей розвитку саморегулювання і забезпечення його суспільної ефективності, а також дослідження сучасного стану саморегулювання на фінансовому ринку в Україні дозволяє сформулювати ряд рекомендацій, пов'язаних з розвитком саморегулювання в контексті загального вдосконалення регулювання економіки.

З урахуванням вищевикладеного в таблиці 2.9, ми пропонуємо вживати наступне єдине визначення саморегулювальної організації для фінансового ринку: саморегулювальна організація – це неприбуткове об'єднання професійних учасників фінансового ринку, яке створене з метою захисту інтересів своїх членів та інших учасників ринку, якому делегуються повноваження відповідними державними органами, що здійснюють регулювання ринку, щодо розроблення і впровадження правил поведінки на фінансовому ринку та/або сертифікації фахівців ринку, утворене відповідно до критеріїв та вимог, встановлених законодавством, та інформація про яке внесена до реєстру саморегулювальних організацій.

До того ж ми вважаємо, що СРО як некомерційна організація повинна відповідати наступним вимогам:

- 1) за чисельністю членів (мінімально 25-30);
- 2) за наявністю механізмів додаткової матеріальної відповідальності (страхування цивільної відповідальності і компенсаційний фонд);
- 3) за наявністю обов'язкових органів управління: орган з розробки стандартів, орган з контролю, орган з дисциплінарної відповідальності.

Станом на 31.12.2011 офіційно визнаних СРО на фінансовому ринку України налічувалося 3, і всі з них є уповноваженими НКЦПФР. Що стосується Реєстру СРО фінансових установ, то за часи регулювання ринку фінансових послуг Нацкомфінпослуг до нього не було внесено жодної СРО, хоча різноманітні асоціації та об'єднання учасників ринку фінансових послуг існують (табл. 2.10).

Таблиця 2.10 – Асоціації та об'єднання професійних учасників фінансового ринку України

Нацкомфінпослуг		НКЦПФР	НБУ
Кредитний ринок	Ринок послуг фінансових компаній	Фондовий ринок	Ринок банківських послуг
Всеукраїнська асоціація кредитних спілок	Українське товариство фінансових аналітиків	Асоціація “Українські фондові торговці”*	Асоціація українських банків
Національна асоціація кредитних спілок України	Всеукраїнська асоціація ломбардів	Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв*	Асоціація “Український кредитно-банківський союз”
Всеукраїнська асоціація кредитних спілок військовослужбовців України	Асоціація незалежних фінансових консультантів “Фінконсул”	Українська асоціація інвестиційного бізнесу*	Асоціація “Кримський банківський союз” та інші регіональні банківські союзи
Об'єднання кредитних спілок “Програма захисту вкладів”	Професійна асоціація корпоративного управління	Асоціація юристів фондового ринку	Асоціація “Незалежна асоціація банків України”
Асоціації кредитних спілок різних областей	Професійна асоціація фінансових компаній – управителів	Асоціація учасників фондового ринку України	Форум провідних міжнародних фінансових установ
	Українське об'єднання лізингодавців	Асоціація “Фондове партнерство”	Українська міжбанківська асоціація членів платіжних систем
	Всеукраїнська асоціація лізингу “Укрлізинг”		
	Українська національна іпотечна асоціація		

* асоціації та об'єднання, які офіційно мають статус СРО

Джерело: сформовано автором

Насправді різноманітних об'єднань та асоціацій професійних учасників фінансового ринку набагато більше, про що нам говорять і дані таблиці 3.6. Але не всі ці організації справляються із статусом СРО, хоча і не офіційним.

Відносно кредитних спілок, то як зазначається в Законі України “Про кредитні спілки” від 20.12.2001 № 2908-III, з метою координації діяльності, надання взаємодопомоги та захисту спільних інтересів ці організації мають право на добровільних засадах створювати місцеві і всеукраїнські асоціації кредитних спілок, які є юридичними особами та утримуються виключно за рахунок внесків кредитних спілок – своїх членів. За рішенням Нацкомфінпослуг лише одній із всеукраїнських асоціацій кредитних спілок може бути наданий статус саморегулювальної організації кредитних спілок – членів асоціації. При цьому визнання саморегулювальних організацій супроводжується чітким визначенням їх ролі, обов'язків, повноважень і підзвітності державному регулятору.

Стосовно банківської сфери, то у вітчизняній економічній літературі проблематика саморегулювання розроблена недостатньо. У банківській практиці термін “саморегулювання” розуміється неоднозначно, і визначення як такого на законодавчому рівні взагалі не існує, хоча на ньому діє одна із найвідоміших та найвпливовіших організацій – Асоціація українських банків (АУБ), яка за всіма параметрами може претендувати на офіційний статус СРО. Відмічаючи дещо вище те, що деякі асоціації не справляються із своїми функціями, перш за все направленими на захист прав своїх членів, банківський ринок потребував нового гравця в цьому сегменті. Тому 4 листопада 2011 року на протигагу АУБ основними банками України було засновано Незалежну асоціацію банків України. На банки які об'єдналися у дану асоціацію, на сьогодні припадає 70 % активів вітчизняної банківської системи. У травні 2010 року був створений Форум провідних міжнародних фінансових установ, до складу якого ввійшли 18 банків з іноземним капіталом. Головні цілі Форуму включають в себе: розвиток стабільної та прозорої фінансової системи України, орієнтованої на західні стандарти організації та професіоналізму; представництво у державних органах

інтересів членів Форуму стосовно найважливіших питань фінансової та банківської діяльності, а також сприяння процесу формування правової та регулятивної бази для забезпечення світового рівня фінансової діяльності в Україні. Тож ми бачимо, що зацікавленість у суб'єктів інфраструктури фінансового ринку в розвитку саморегулювання є і неабияка.

Для додання нового імпульсу розвитку банківського саморегулювання як складової частини загального інституційного регулювання фінансового ринку в даний час спостерігається необхідність, щоб статус позначених інститутів (банківських спілок та асоціацій) як СРО, а також межі їх діяльності, були закріплені перш за все законодавчо, де повинні бути конкретно зазначені права та обов'язки банківських СРО, а також прописаний статус прийнятих ними положень та інших документів.

Проведені дослідження дозволили визначити основні напрямки подальшого розвитку саморегулювання банківського сектора України, а також розробити рекомендації щодо їх реалізації (рис. 2.9).



Рисунок 2.9 – Напрямки розвитку саморегулювання в банківському секторі України (сформовано автором)

Аналізуючи ситуацію в саморегулюванні фінансового ринку України, можна зазначити, що на відміну від банків, СРО міцно увійшли в структуру фондового ринку і зайняли свою нішу. Тут склалася більш зрозуміла тенденція розвитку СРО, але це і не дивно, адже в Україні поняття саморегулювальної організації вперше з'явилося після ухвалення Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів” від 30.10.96 № 448/96-ВР, на підставі якого через два місяці ДКЦПФР було затверджено Положення про саморегулювальну організацію ринку цінних паперів (нова редакція затверджена рішенням ДКЦПФР від 17.02.2009 № 125). Слід зазначити, що на той час в Україні було організовано вже близько десятка організацій, які об'єднували професійних учасників ринку цінних паперів. Перші кроки щодо створення системи саморегулювання в Україні професійні учасники ринку цінних паперів почали здійснювати ще до появи Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України. Так, у червні 1992 року було створено Українську асоціацію торговців цінними паперами (УАТЦП) як добровільне об'єднання юридичних осіб – торговців цінними паперами, які на той час мали дозвіл на здійснення операцій з цінними паперами, що видавався Міністерством фінансів України. Згодом УАТЦП було перейменовано в Українську асоціацію інвестиційного бізнесу (УАІБ). Було створено також Українську асоціацію довірчих товариств, інвестиційних фондів та компаній (УАДТ ІФК), зареєстровану в жовтні 1994 року в Києві, та Фондовий Емісійний Картель у Харкові як регіональне об'єднання учасників фондового ринку.

Відповідно до статті 48 ЗУ “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 № 3480-IV саморегулювальні організації професійних учасників фондового ринку утворюються за принципом: одна саморегулювальна організація з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів.

Така саморегулювальна організація повинна об'єднувати більше 50 % професійних учасників фондового ринку за одним із видів професійної діяльності.

Об'єднання професійних учасників фондового ринку набуває статусу саморегулювальної організації з дня його реєстрації НКЦПФР. Цей державний орган і видає свідоцтво СРО.

Проте кількість (десять, іноді чотирнадцять) СРО в різні роки так і не змогла наблизитися до якості і відмінного результату їх роботи, не дивлячись на те, що такі ж організації на Заході цілком успішно справляються зі своєю роллю регулятора на ринку. І хоча, як показує досвід, універсальної і стандартної моделі організації діяльності СРО, розподілу повноважень між державою, СРО і учасниками ринку не існує, а кожна держава йде своїм шляхом в справі створення СРО, в Україні розуміють – та модель функціонування СРО, яка сьогодні існує, можливо, і задовольняє частину професійних учасників ринку, але не задовольняє ринок в цілому.

Тобто, як зазначалося вище, СРО як інститут постає зайвим, штучним утворенням і не виконує тих функцій, які покладаються на нього. Ми погоджуємося з думкою про те, що якщо національне законодавство закріплює обов'язкове членство в СРО, то таке членство перетворюється лише в додатковий бар'єр для отримання ліцензії на здійснення професійної діяльності, а СРО – в організацію, яка не представляє інтереси учасників, а виступає додатковим інструментом контролю регулятором професійних учасників. На сьогоднішній день НКЦПФР було переглянуто діяльність СРО на фондовому ринку. Віднині стали більше приділяти уваги не кількості існуючих СРО, а їх більш ефективній діяльності (табл. 2.11).

Незважаючи на зменшення кількості СРО, насамперед на фондовому ринку, в Україні ініціатором повноцінного саморегулювання повинна стати держава. Якщо вона не вважатиме за потрібне і не оцінить можливості, що при цьому виникають і в неї самої, то, швидше за все, СРО як інститут будуть існувати як лобістська організація, або доведеться в остаточному підсумку від цього інституту відмовитися [267].

Разом з тим державні органи регулювання фінансового ринку позитивно ставляться до існування поряд із СРО інших об'єднань учасників

ринку, які не матимуть статусу саморегульованої організації і створюватимуться окремими учасниками ринку для задоволення тих чи інших потреб таких учасників, за умови, що їх діяльність не суперечитиме головним принципам розвитку ринку та його інфраструктури.

Таблиця 2.11 – Кількість СРО фінансового ринку України та їх членів

Назва СРО	Кількість членів СРО				
	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
1. Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв	585	608	800	785	813
2. Асоціація “Перша фондова торговельна система”	278	322	–	–	–
3. Українська асоціація інвестиційного бізнесу	334	410	389	339	344
4. ВАТ “Київська міжнародна фондова біржа”	257	275	–	–	–
5. ЗАТ “Українська фондова біржа”	100	98	–	–	–
6. ЗАТ “Фондова біржа “Іннекс”	81	106	–	–	–
7. ЗАТ “Українська міжбанківська валютна біржа”	48	50	–	–	–
8. ЗАТ “Українська міжнародна фондова біржа”	21	28	–	–	–
9. Асоціація учасників фондового ринку України	227	197	–	–	–
10. Асоціація “Регіональний фондовий союз”	67	137	–	–	–
11. ЗАТ “Придніпровська фондова біржа”	100	–	–	–	–
12. Асоціація “Українські фондові торговці”	–	–	667	763	756
Всього	2 098	2 231	1 856	1 887	1 913

Джерело: сформовано автором

Необхідно зазначити, що з точки зору ефективного свого існування, саморегулювання в будь-якій країні має певний життєвий цикл. Умовно його можна розділити на стадії, які визначаються рівнем розвитку фінансового ринку. При цьому гіпотетична модель взаємодії держави та органів саморегулювання може виглядати наступним чином (рис. 2.10).

Життєвий цикл будь-якого процесу, так само як і життєвий цикл товару має чотири основні стадії. Як видно з моделі, в кожному випадку на першій стадії відбувається становлення саморегулювання в умовах появи фінансового ринку, відсутності сформованої та стабільної правової бази

функціонування ринку, низького рівня правового захисту інвесторів і відсутності ефективної розрахунково-облікової інфраструктури. Діяльність саморегулювальних організацій на цій стадії може бути спрямована на заповнення серйозних прогалин у законодавстві, але при цьому їх статус може бути не закріплений в законодавстві, а рамки взаємодії визначаються самими учасниками СРО.

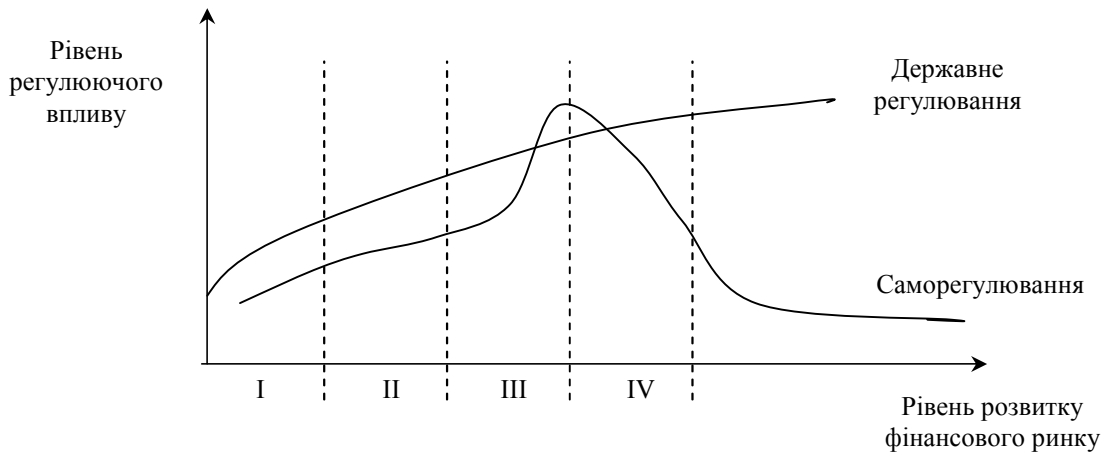


Рисунок 2.10 – Модель взаємодії державних органів і СРО залежно від рівня розвитку фінансового ринку (сформовано автором)

Друга стадія передбачає, що інтенсифікація процесів розвитку фінансового ринку проявляється при появі значної кількості учасників ринку, розширенні кола інструментів, якими відбувається торгівля. Цей етап може характеризуватися значною кількістю спекулятивних операцій, обширного використання практики маніпулювання цінами. Одночасно починає формуватися правове поле діяльності учасників ринку, підвищується рівень державного регулювання. Бурхливий розвиток ринку призводить до появи значної кількості СРО, їх активного включення в регулятивні процеси. Неєфективність державного регулювання, нездатність його швидко пристосовуватися до мінливих економічних умов і зростаючих потреб учасників ринку щодо формування ефективної правової бази змушує державні органи регулювання залучати СРО до нормотворчого процесу.

На третій стадії вищезазначеної моделі відбувається подальший розвиток фінансового ринку, підвищення рівня стабільності його функціонування, а також формування ефективної правової бази, удосконалення методів державного регулювання супроводжується піком розвитку саморегулювання. Допомога, що надається з боку СРО в період становлення ринку, формує уявлення про СРО як про організації, що здатні прийняти на себе частину державних регулятивних функцій. Цей процес може супроводжуватися частковим делегуванням повноважень від державного органу реагування до СРО, а також консолідацією та укрупненням інфраструктури фінансового ринку, скороченням числа СРО.

Укрупнення учасників в умовах розвинутого фінансового ринку призводить до появи найсильніших операторів ринку, які отримують можливість лобювання власних інтересів у взаємодії СРО з державними органами, формуванні високого рівня фінансової залежності СРО від деяких учасників ринку. Високий рівень розвитку нормативно-правової бази та державного регулювання значно знижує ефективність діяльності саморегулятивних організацій, оскільки вони стають нездатними здійснювати подальше вдосконалення умов діяльності своїх учасників. У цих умовах державне регулювання і моніторинг діяльності учасників практично в повній мірі здатні забезпечити функціонування фінансового ринку без безпосереднього втручання СРО. Все це стосується четвертої стадії життєвого циклу саморегулювання.

У той же час існуюча практика, в тому числі інституціоналізація адміністративних бар'єрів, створює ризики, що застосування схем саморегулювання може привести до втрат суспільного добробуту навіть більших, ніж у випадку державного регулювання.

Тому можна виділити існуючі основні ризики в системі саморегулювання та запропонувати контрзаходи щодо їх зменшення або нівелювання (табл. 2.12).

Таблиця 2.12 – Основні ризики системи саморегулювання

Ризик	Контрзахід
Корупція	Колегіальне управління й інформаційна відвертість, мобільність і оперативність зміни керівництва регулятора
Відсутність ефективного контролю	Колективна відповідальність (репутація і матеріальна), колегіальне управління
Непрофесіоналізм	Конкуренція між СРО, колективна відповідальність, кваліфікаційні вимоги, як результат – реальне очищення ринків від дилетантів
Конфлікт інтересів	Інформаційна відвертість, конкуренція між СРО, кодекс етики професійної поведінки
Кишенькові організації	Достатня кількість членів і розмір внеску до компенсаційного фонду, інформаційна відвертість, конкуренція між СРО
Картельні змови, бар'єри для входу нових учасників	Множинність і конкуренція між СРО, антимонопольне законодавство

Джерело: узагальнено на основі [168]

Отже, ми бачимо, що на кожен вид існуючого ризику в системі саморегулювання існує декілька заходів стосовно його зниження. Тому державні регулятори фінансового ринку повинні відпрацювати певну модель розвитку саморегулювальних організацій на даному ринку в Україні.

Для цього також потрібно здійснити необхідні кроки в розвитку саморегулювання, а саме:

1. Створити відділ в Координаційній раді з питань регулювання фінансового ринку по забезпеченню та розвитку діяльності СРО:

- а) проаналізувати проблеми регулювання на ринку;
- б) виявити слабкі і сильні сторони;
- в) сформулювати рекомендації і альтернативи регулювання.

2. Прийняти на державному рівні Концепцію розвитку фінансового ринку України із виділенням окремого положення стосовно розвитку саморегулювання.

3. Реалізувати реформу шляхом взаємодії бізнесу і влади.

4. Проводити моніторинг упровадження і удосконалювати виявлені на практиці недоліки.

З урахуванням вищевикладеного і запропонованого на рисунку 2.11 відобразимо модель системи саморегулювання на фінансовому ринку України, з урахуванням створення Національного об'єднання саморегулювних організацій для всього ринку товарів та послуг.

Крім того, ми пропонуємо наступне законодавче регулювання запропонованої моделі. Це, перш за все, ухвалення спеціального закону (міні-кодексу), що регламентує порядок створення і функціонування інститутів саморегулювання з єдиною концепцією ефективного регулювання:

а) загальні принципи регулювання діяльності СРО: предмет, поняття і види, органи СРО, стандарти і правила, функції, права і обов'язки, система матеріальної відповідальності, контроль і нагляд, порядок включення і виключення з держреєстру СРО;

б) особливості регулювання діяльності СРО, заснованих на членстві суб'єктів професійної діяльності: перелік видів діяльності, де членство в СРО є обов'язковим, особливості регулювання СРО, заснованих на членстві суб'єктів професійної діяльності;

в) особливості регулювання діяльності СРО, заснованих на членстві суб'єктів підприємницької діяльності: перелік видів діяльності, де членство в СРО обов'язкове, особливості регулювання СРО.

Важливими питаннями, що потребують чіткого визначення, є характер взаємовідносин державного регулятора й саморегулювних організацій. Щоб використати всі переваги свого функціонування, вони повинні мати чітко визначені повноваження, зокрема на розробку й забезпечення дотримання власних правил.

У даному випадку державний регулятор виконуватиме переважно функції нагляду, використовуючи такі методи, як перевірка на місцях і періодичний нагляд. Саморегулювальна організація повинна періодично звітувати перед державним регулятором про виконання своїх обов'язків.



Рисунок 2.11 – Модель системи саморегулювання в Україні (авторська розробка)

Розвиток саморегулювання й посилення взаємодії саморегулювних організацій і державних органів є необхідними умовами підвищення якості регулювання та доступною для суб'єктів ринку альтернативою державному втручанню в економіку. В умовах інтернаціоналізації фінансових ринків і ускладнення їх структури, поряд зі створенням об'єднань саморегулювних організацій за галузевою (професійною) ознакою виникає об'єктивна потреба у формуванні міжгалузевих, міждержавних і міжнародних союзів саморегулювних організацій.

Виходячи із специфіки видів діяльності в різних сегментах фінансового ринку і суміжних галузях економіки, іншими законодавчими актами можуть встановлюватися особливості об'єднання різних груп підприємців в СРО, зокрема в частині визначення переліку і змісту обов'язкових (кваліфікуючих) ознак організацій, як умови надання їм функцій і повноважень СРО. Сам перелік функцій СРО також може варіювати залежно від конкретного сегмента ринку.

Зокрема, стосовно банківської системи, відносно якої ідеї саморегулювання не знаходять поки підтримки НБУ під приводом її особливої ролі і значення в економіці і соціальній сфері, можливий перелік повноважень СРО може бути дещо вужчим, ніж в інших сегментах фінансового ринку. Проте застосування таких елементів саморегулювання, як попередня експертиза з боку банківського співтовариства проектів нормативних актів, узгодження з ним правил ведення бухгалтерської і статистичної звітності, методик оцінки активів і пасивів, участь СРО в атестації співробітників банків тощо уявляється нам абсолютно природним для банківської системи як ринкового середовища.

В той же час відносно СРО кредитних спілок, що задовольняють потреби в позикових ресурсах винятково своїх членів, вже цілком доречно на законодавчому рівні надати повноваження щодо розробки і контролю дотримання правил і стандартів здійснення діяльності по видачі позик і використанню тимчасово вільних коштів фонду фінансової взаємодопомоги,

критеріїв оцінки результатів діяльності по видачі позик членам кредитних спілок, вимог до розкриття інформації членами СРО і змісту інформації, що розкривається, правил ведення обліку і складання звітності членами СРО, а також порядку розрахунку фінансових нормативів діяльності членів СРО з урахуванням ризиків її здійснення.

Також саморегулювання на фінансовому ринку повинно застосовуватися спільно з державним регулюванням з боку регуляторів і в основному на добровільній основі. Проте відносно окремих видів діяльності, особливо тих, які пов'язані зі здійсненням публічно-правових або соціально-значущих функцій, що зазвичай характерно для інфраструктурних організацій (наприклад, реєстратори або спеціалізовані депозитарії), застосування механізмів саморегулювання (членство в СРО) повинно стати однією з основних умов для входу на ринок.

Крім того, істотним для формування відношення до СРО як до самостійного рівня регулювання з власною компетенцією уявляється закріплення в нормативній базі положення про необхідність дотримання учасниками ринку стандартів професійної діяльності СРО незалежно від членства в них після схвалення таких стандартів відповідним державним органом.

Відносно інфраструктурних елементів фінансового ринку така вимога уявляється особливо виправданою, оскільки, з одного боку, уніфікація вимог до надійності обліку прав власності відповідає законним потребам інвесторів, а з іншого – об'єктивно існує обмеження глибини нормативної бази, що приймається державними органами.

Таким чином, для того, щоб органи державного регулювання фінансового ринку і СРО фінансових інститутів ефективно функціонували в рамках організаційно-економічного механізму регулювання, на думку автора, необхідне ухвалення законодавчого акта, що регламентує діяльність СРО взагалі або хоча б на фінансовому ринку.

Крім того, необхідно відзначити, що теоретично саморегулювання дозволяє професійним учасникам встановлювати і виконувати найефективніші і більш дієві правила. Безперечно, саморегулювання є економічно доцільним, оскільки воно сприяє ефективності правил і звільняє урядові структури від дорогого тягаря нагляду. Крім того, при саморегулюванні учасники самі зацікавлені в обнародуванні правил, тоді як в урядових службовців такої зацікавленості немає. Саморегулювання також мало схильне до впливу політичних змін. При цьому можна здійснити порівняльну характеристику видів регулювання (табл. 2.13).

Таблиця 2.13 – Порівняльна характеристика видів регулювання

Критерії	Ліцензування	Саморегулювання
Вартість для держави	Висока (+)	Низька (+)
Вартість для ринку	Низька (+)	Висока (-)
Корупційна місткість	Висока (-)	Низька (+)
Відповідальність регулюючого органу	Мінімальна (-)	Максимально необхідна (+)
Відповідальність регульованого суб'єкта	Низька (-)	Повна (+)
Приклади функціонування системи (світовий досвід)	Існує (+)	Існує (+)
Термін створення і організації	Незначний (-)	Значний (-)
Гнучкість системи регулювання	Низька (-)	Висока (+)
Відповідність тенденціям розвитку економіки	Низьке (-)	Високе (+)

Джерело: узагальнено на основі [168]

Таким чином, саморегулювання є тим засобом, який зсередини сприяє розвитку фінансового ринку та його інфраструктури. Активно діюча система саморегулювання створює додаткові механізми для розвитку суб'єктів ринку шляхом введення єдиних правил і стандартів діяльності, а також комплексного вирішення проблемних питань із врахуванням точки зору учасників ринку.

Висновки до розділу 2

1. Становлення інфраструктури фінансового ринку включає в себе, по-перше, придбання даною системою здатності реалізації функцій, що включає

в себе вибір специфічних способів вираження притаманних їй властивостей, по-друге, формування організаційно-економічних засад функціонування системи. Становлення інфраструктури фінансового ринку реалізується як становлення стійких, повторюваних зв'язків у ході формування інфраструктурних видів діяльності. Зміна співвідношення наданих послуг суб'єктами інфраструктури потребам у них є економічною закономірністю становлення інфраструктури, дія якої здійснюється через виникнення і дозвіл протиріч самого процесу становлення інфраструктури фінансового ринку.

2. Становлення організаційно-економічних основ функціонування інфраструктури фінансового ринку означає формування методів, способів, форм, інструментів та їх використання суб'єктами в певній комбінації, відповідній економічним умовам. Комбінації ці залежать від обсягу фінансових активів, що працюють на економічне зростання, від них залежить і набір факторів, що впливають на становлення організаційно-економічних основ функціонування інфраструктури фінансового ринку, які визначені та охарактеризовані в роботі. Дані фактори поділяються на стримуючі та ініціюючі.

3. Визначено, що основою становлення та розвитку інфраструктури фінансового ринку та розмежування його на основні етапи є прийняття різноманітних нормативно-правових актів, створення державних регуляторів ринку та безпосередньо самих інфраструктурних елементів. Також на розвиток інфраструктури фінансового ринку великий вплив мають різноманітні події та зміни у вигляді фінансових криз як на місцевому рівні, так і в глобальному масштабі.

4. Узагальнено основні події, що відбувалися на основних сегментах фінансового ринку. Проаналізовано грошовий, кредитний та фондовий ринки. Узагальнення етапів розвитку інфраструктури фінансового ринку дає змогу оцінити дії, направлені на функціонування даного ринку та проаналізувати ефективність його роботи, а також, безпосередньо дає змогу зробити прогнози і скласти плани, враховуючи помилки попередніх періодів.

5. Враховуючи вже сформовану систему державного регулювання фінансового ринку, визначення та розподіл повноважень щодо регулювання, нагляду і контролю за діяльністю суб'єктів ринку, державне регулювання інфраструктури на сучасному етапі характеризується недостатньою ефективністю та стратегічною невизначеністю. Причиною цього є нестійкість законодавчої бази, а також досить часті перегляди “правил гри” на фінансовому ринку.

6. Встановлено, що державне регулювання та сама структура державних органів, що здійснюють регулювання інфраструктури фінансового ринку, залежить від моделі ринку, ступеня централізації управління в країні та автономії регіонів, а також загальносвітової тенденції формування саморегульованих організацій. Сучасна система регулювання та контролю в деяких країнах довела свою неефективність через погану реакцію на події на фінансовому ринку під час фінансової кризи. Банкрутства досить потужних відомих фінансових компаній засвідчили, що моделі, запроваджені в часи процвітання, не спрацьовують в такі періоди, а інфраструктури для синхронізації ринків в глобальному аспекті не існує.

7. Відмічено, що з урахуванням світової глобалізації та особливостей сучасних процесів зближення країн по відношенню до механізмів регулювання фінансових ринків є залежність стабільності даних ринків окремих країн світу від ступеня відповідності принципів і механізмів регулювання їх з принципами та механізмами регулювання фінансових ринків зарубіжних країн. При цьому існуючим регуляторам фінансових ринків властива різноманітність покладених на них функцій. Виявлено позитивні та негативні сторони функціонування державних регуляторів на фінансовому ринку.

8. В роботі удосконалено організаційно-економічний механізм державного регулювання інфраструктури фінансового ринку, який відрізняється від існуючого створенням при Координаційній раді з питань регулювання фінансового ринку комітетів з питань захисту прав споживачів

фінансових послуг та сприяння розвитку інфраструктури ринку, а також створенням єдиної інформаційної бази діяльності інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку.

9. Створення ефективного правового регулювання інфраструктури фінансового ринку можливе лише за умови гнучкого поєднання регульовального впливу держави із дією механізму ринкового саморегулювання. Дослідження показують, що економіка ефективно розвивається тоді, коли забезпечується оптимальне співвідношення між державним регулюванням і саморегулюванням. Саморегулювання на фінансових ринках – один із найбільш відомих і добре досліджених типів саморегулювання. Організації, що діють на фінансовому ринку, є класичними “квазірегулюючими” організаціями.

10. Проведені дослідження дозволили визначити основні напрямки подальшого розвитку саморегулювання банківського сектора України, а також розробити рекомендації щодо їх реалізації. Саморегулювання є тим засобом, який зсередини сприяє розвитку фінансового ринку та його інфраструктури. Активно діюча система саморегулювання створює додаткові механізми для розвитку суб'єктів ринку шляхом введення єдиних правил і стандартів діяльності, а також комплексного вирішення проблемних питань із врахуванням точки зору учасників ринку.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [175; 210; 267; 247; 248; 259; 264; 279; 265; 404].

РОЗДІЛ 3. ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРНИХ ЕЛЕМЕНТІВ В СИСТЕМІ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

3.1 Банки як провідні інфраструктурні суб'єкти фінансового ринку

У сучасних економічних дослідженнях вагома роль відводиться питанням пошуку фінансових чинників економічного зростання. Зазначимо, що ефективність функціонування будь-якого виду діяльності багато в чому визначається наявністю обслуговуючої інфраструктури, що забезпечує можливість її функціонування і сприяє реалізації цільових установок її розвитку. У цьому відношенні фінансовий ринок не є винятком. Забезпечення безперебійної діяльності учасників фінансового ринку значною мірою залежить від наявності цілісної та дієздатної інфраструктури грошового та кредитного ринку.

Як відомо, фінансовий ринок необхідний для формування і здійснення відносин між покупцями і продавцями фінансових активів, а його інфраструктура – для здійснення конкретних форм організації руху фінансових активів за допомогою фінансово-кредитного механізму. Це твердження виходить з того, що в реальному житті фінансовий ринок необхідний як конкретна форма прояву фінансових відносин через надання фінансових послуг за рахунок інфраструктури, різноманітність яких встановлюється учасниками ринку.

Економічний зміст послуг, що надаються інфраструктурними суб'єктами фінансового ринку, обумовлено перерозподільчим характером відносин, що виникають між інфраструктурними інститутами та учасниками, що отримують їх послуги. Як уже відмічалось нами, в основі інфраструктури фінансового ринку виступають професійні учасники:

- торгові посередники (брокери, андерайтери, маркет-мейкери, керуючі цінними паперами);

- депозитарії, депозитарні установи та розрахункові центри як елементи облікової системи ринку;
- організатори торгівлі та клірингові організації як суб'єкти, що забезпечують організоване укладання та виконання угод з фінансовими активами;
- банки як універсальні інфраструктурні інституції;
- частково фінансові посередники в частині своєї основної діяльності, що стосується обслуговування учасників фінансового ринку;
- суб'єкти, які, надаючи послуги на фінансовому ринку, не є ні професійними учасниками ринку, ні фінансовими посередниками де-юре. До них належать інвестиційні консультанти, трансфер-агенти, факторингові компанії та ін. [50].

Саме про діяльність та проблеми розвитку вищезазначених суб'єктів і буде йти мова у даному розділі роботи.

Важливими структурними елементами фінансового ринку виступають посередники. Посередництво є професійною діяльністю банківських і небанківських фінансових установ щодо задоволення економічних потреб клієнтів шляхом надання їм фінансових послуг, які пов'язані з отриманням та перерозподілом фінансових активів.

Говорячи про посередництво на фінансовому ринку, розрізняють два види таких послуг: пряме посередництво (досить часто в економічній літературі його ще називають торговим чи комерційним посередництвом, маючи на увазі те, що посередники такого типу здійснюють переміщення інструментів на ринку без їх перетворення) і посередництво фінансове (як діяльність, пов'язану з трансформацією активів).

Прямий посередник не випускає ніяких власних фінансових зобов'язань і тому не приймає на себе фінансових ризиків. Він, як правило, шукає спочатку споживачів ресурсів (позичальників) і лише потім – постачальників (кредиторів). Прямий посередник отримує винагороду (у

вигляді відсотка) від особи, інтереси якої він представляє. Тобто це структури, які допомагають основним гравцям ринку здійснювати купівлю-продаж та управління фінансовими активами на комісійних умовах, але при цьому не використовують власних коштів для проведення таких операцій. У світлі понять вітчизняного законодавства до цієї групи належать торговці цінними паперами, в першу чергу ті, що мають ліцензію на здійснення брокерської діяльності, діяльності з управління цінними паперами та андерайтера.

Фінансовий посередник діє від свого імені та за рахунок власних коштів, приймаючи на себе ризик як загрозу добробуту економічного агента. Тож процес фінансового посередництва нерозривно пов'язаний з поняттям "ризик". Акумулюючи тимчасово вільні грошові кошти одних учасників ринку, і надаючи їх потім іншим, які мають в них потребу, посередники трансформують обсяги капіталу, терміни його використання, а також забезпечують трансформацію ризику за допомогою диверсифікації вкладень [43]. Вони формують інвестиційний портфель та отримують дохід від його володіння та від подальшого перепродажу фінансових інструментів. В міру ускладнення фінансової системи усе збільшується набір послуг, які надають фінансові посередники та, відповідно, з'являються нові види фінансово-кредитних установ. Тому традиційно до фінансових посередників відносять банки, кредитні спілки, страхові компанії, пенсійні та інвестиційні фонди. Схема діяльності посередників показана на рис. 3.1.

Саме послуги фінансових посередників найбільше привертають увагу вітчизняних та зарубіжних вчених-економістів, адже вони на різних стадіях розвитку ринку та його інфраструктури характеризуються різним набором властивих їм функцій.

Перевагами фінансових посередників, що сприяють розвитку економіки країни, виділено:

- узгодження попиту і пропозиції на фінансові активи;

- приведення фінансових інструментів у відповідність із потребами ринку;
- зниження трансакційних витрат на основі ефекту масштабу;
- зниження ризиків окремих вкладників через їх розподіл з посередником;
- посилення інформаційної складової фінансового ринку;
- підвищення ліквідності фінансових інструментів шляхом надання послуг професійного управління портфелем активів;
- оперативність залучення й розміщення коштів;
- послаблення фінансових ризиків для базових суб'єктів грошового ринку, оскільки значна частина їх перекладається на посередників;
- збільшення дохідності позичкових капіталів, зосереджених насамперед у дрібних власників;
- можливість надання додаткових послуг та ін.

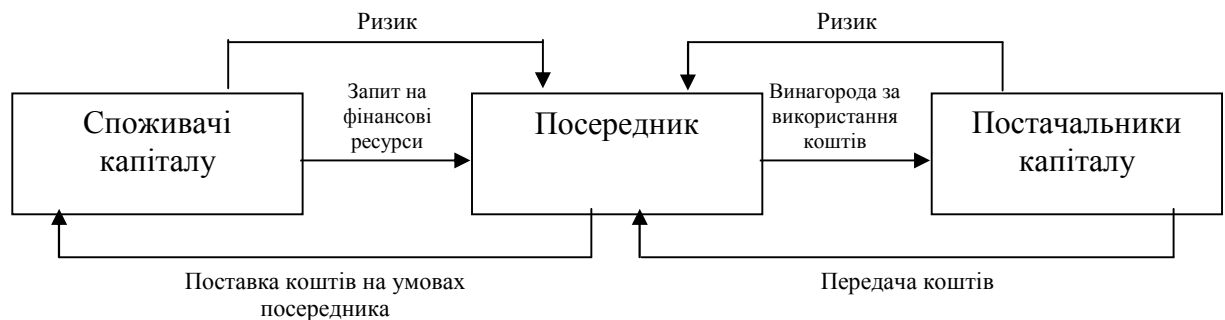


Рисунок 3.1 – Схема посередництва з урахуванням передачі ризику та інформаційної асиметрії (авторська розробка)

Сучасні дослідження факторів економічного зростання засвідчують особливе значення взаємодії всіх інститутів фінансового посередництва. Комерційні банки та ліквідний фондовий ринок постають як взаємодоповнюючі елементи. Економічне зростання залежить від якості наданих ними фінансових послуг. Так, фондовий ринок забезпечує

можливість оцінки і продажу бізнесу, тобто фіксацію економічних досягнень. Це посилює інвестиційні мотивації, масштаби використання залучених коштів, включаючи й банківські кредити. Формування ліквідного фондового ринку сприяє використанню акцій як застави за банківськими кредитами і таким чином підвищує загальну капіталізованість банківської системи і фінансового ринку в цілому. Однак фондовий ринок не може ефективно розвиватися у напрямку інформаційного забезпечення інвесторів в країнах з низьким рівнем захисту прав власності та договірних зобов'язань. Банки ж навіть у країнах зі слабкими юридичними та обліковими системами здатні примушувати клієнтів до розкриття інформації та повернення кредитів, підтримуючи тим самим фінансування промислового розвитку. При розвинутому банківському посередництві фірмам, що мають тісні зв'язки з такими посередниками, легше компенсувати обмеженість власних коштів за допомогою банківських кредитів. Послаблюється залежність між інвестиційними витратами фірм і їх грошовими потоками. Коли банківське посередництво доходить до формування фінансово-промислових груп, значних масштабів набуває внутрішньогруповий розподіл і перерозподіл інвестиційних ресурсів.

Саме організація фінансового посередництва багато в чому визначає принципові риси окремих моделей ринкової економіки. Організація посередницького сектора фактично постає індикатором інституційної структури економіки. Мова йде про банківсько-орієнтований (Японія, Німеччина) та ринково-орієнтований (США) типи фінансових систем і про відповідні моделі розвитку фінансового ринку. Потрібно зазначити, що в ринково-орієнтованій моделі фінансові посередники тяжіють до обслуговування портфельних інвестицій і ринку злиттів і поглинань. У банківсько-орієнтованій моделі провідну роль серед фінансових посередників відіграють комерційні банки, які, однак, не обмежуються тільки посередницькими функціями. Тут банки беруть активну участь у виробленні

та реалізації довгострокових пріоритетів інвестиційної політики, пріоритетів кредитування виробництва.

Хотілось би відмітити, що особливу увагу приділяють посередництву на ринку кредитних ресурсів.

Основною причиною існування посередників всіх типів в економіці вчені вважають інформаційну асиметрію, тобто ту обставину, що ми живемо в світі недосконалої інформації. Якби вдалося створити таку господарську систему, при якій операційні витрати дорівнювали б нулю, інформація була б повною і симетрично доступною всім учасникам ринку, а мережа ринків повністю покривала б будь-які можливі потреби, то, в такій системі, ймовірно, посередники були б не потрібні [43].

Як уже нами зазначалося, розвиток економіки будь-якої країни певною мірою залежить від ефективності фінансового посередництва, покликаного забезпечувати трансформацію заощаджень в інвестиції. Посередниками між кредиторами і позичальниками виступають фінансові інститути: банки та небанківські установи (інвестиційні та пенсійні фонди, кредитні спілки, лізингові фірми тощо). В додатку И показана система посередництва на фінансовому ринку.

Як видно із зазначеного додатка, переважна більшість посередників, в тому числі і фінансових, належать до кредитної системи, яка виступає посередником між потенційними і реальними інвесторами, бере на себе інвестиційні ризики, забезпечуючи раціональний розподіл капіталу і, як наслідок, економічне зростання.

Посередники на кредитному ринку, до яких належать і банки, завжди займали центральне місце в сучасних економічних теоріях, оскільки їх діяльність представляє інтерес з точки зору аналізу фінансування економіки. Саме банки, володіючи майже 90 % всіх активів фінансового сектора, надають універсальний спектр фінансових послуг для реального сектора економіки України, виступають основним джерелом фінансування як

реального сектора економіки, так і фізичних осіб. Від доступності їх послуг залежить функціонування економіки в цілому.

Посередницька функція, з точки зору суб'єктів фінансового ринку, полягає у формуванні умов для зведення воєдино всіх учасників ринку, а також виконання доручень клієнтів на основі встановлення агентських відносин у системі економічної довіри [43].

Характерною особливістю банківської системи є те, що вона виконує відразу функції декількох підсистем інфраструктури фінансового ринку і продуктом є надання різноманітних послуг шляхом проведення активних, пасивних і комісійно-посередницьких операцій з метою задоволення потреб клієнтів банку. Тому серцевиною продукту, його сутністю, є спрямованість на розв'язання певної проблеми.

В межах банківського посередництва можна виділити комплекс традиційних і нетрадиційних фінансових послуг. В той час як перші зумовлюються процесами формування та розміщення банківських ресурсів, а також взаєморозрахунками між клієнтами, другі передбачають захоплення нових ринкових ніш під впливом зростаючої конкуренції, мотивів диверсифікації діяльності тощо.

Серед традиційних банківських послуг переважає кредитування клієнтів, що залишається найбільш прибутковим видом діяльності. Крім того, банки надають різноманітну гарантійну підтримку, послуги за чеками і картками, депозитні (зберігання грошей) та депозитарні (зберігання цінних паперів) послуги, здійснюють розрахунково-касове обслуговування, виконують валютні операції, супроводжують міжнародні кредитні лінії тощо.

Нетрадиційні послуги відображають рівень управління і фінансової активності та являють собою операції з цінними паперами, обслуговування емісій на первинних ринках, факторинг, форфейтинг, лізингові схеми, операції з дорогоцінними металами [218] (табл. 3.1).

Таблиця 3.1 – Перелік банківських продуктів для надання банківських послуг

Вид банківських послуг	Банківські продукти
1. Послуги з приросту ресурсів	
Депозитні послуги	Ощадний внесок, терміновий внесок (депозит), внесок до запитання (онкольний депозит), внесок у дорогоцінних металах та ін.
Послуги довірчого управління	Індивідуальне довірче управління, сертифікат пайової участі (загальний фонд банківського управління)
Послуги брокерського посередництва	Брокерське обслуговування, Інтернет-брокер, посередництво в купівлі-продажу дорогоцінних металів, готівкової і безготівкової іноземної валюти
2. Послуги з мобілізації ресурсів	
Кредитні послуги	Кредит, кредитна лінія, овердрафт, іпотечний кредит, споживчий кредит, міжбанківське кредитування
Лізингові послуги	Оперативний лізинг, фінансовий лізинг
Факторинг	Факторинг з правом регресу, факторинг без права регресу (форфейтинг), зовнішньоторговельний факторинг
Послуги емісійного посередництва	Андерайтинг
Інвестиційні (дилерські) послуги	Репо, купівля-продаж цінних паперів
Гарантійні послуги	Банківська гарантія, поручительство, аваль
3. Розрахункові послуги	
Розрахунково-касове обслуговування	Розрахунковий рахунок, “зарплатні” проекти, банківські картки, акредитив, інкасо
Послуги з емісії платіжних інструментів	Векселі, заставні, розрахункові і дорожні чеки
Послуги доступу до платіжних систем	Перекази Western Union, Contact та ін.
4. Послуги зберігання	
Послуги з оренди сейфа	Індивідуальний банківський сейф
Послуги депозитарію та зберігача	Ведення рахунку “депо” та ін.
Послуги утримувача реєстру (реєстратора)	Ведення реєстру власників іменних цінних паперів
5. Інформаційні послуги	
Консалтингові послуги	Консалтинг, інформаційне забезпечення, правовий супровід зовнішньоторговельного контракту
Оцінні послуги	Оцінка нерухомості, оцінка застави

Джерело: узагальнено на основі [212]

В науковому середовищі існує думка про те, що банківську систему більш правильно розглядати з точки зору її функцій, ніж з точки зору складу

інститутів, що в неї входять, так як функції більш стабільні, на відміну від інститутів, які змінюються під впливом конкуренції або інновацій. Узагальнюючи погляди більшості науковців, виділимо основні функції банків як інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку (табл. 3.2).

Таблиця 3.2 – Функції банків як інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку

Функція	Зміст
Перерозподільча	Банки, здійснюючи депозитні операції та операції з розміщення залучених коштів, сприяють переливу, переміщенню, перерозподілу капіталів з одних галузей економіки в інші, більш ефективні
Розрахунково-платіжна	Банки забезпечують розрахунки, виконуючи доручення клієнтів, банків-кореспондентів та інших економічних суб'єктів по здійсненню платежів
Функція посередництва	Банки виступають посередниками при виконанні послуг фінансового характеру

Джерело: узагальнено на основі [43]

У свою чергу, важливо виявити основні спеціалізації банківської діяльності, які забезпечують конкурентні переваги, визначають стратегію:

- обробка інформації, вирівнювання асиметрії інформації, усунення конфлікту інтересів. Банки дуже важливі в інформаційному бізнесі завдяки їх здатності одержувати неофіційну інформацію на основі довгострокових відносин з клієнтами, при цьому зберігаючи конфіденційність;

- управління ризиками. Застосовуючи диверсифікацію операцій з активами, фінансовий посередник обмежує ризик. Зростаюча складність інструментів управління ризиками формує потребу організувати його страхування;

- контроль за позичальниками за допомогою укладання договорів, що містять пункти обмеження терміну кредиту у разі недобросовісної поведінки позичальника. Таким чином, фінансовий посередник знижує моральний ризик і можливість нецільового використання коштів;

- зближення співвідношення попиту та пропозиції на послуги фінансових посередників. Доступність клієнтів до кредитів є сигналом на ринку, оповіщає про необхідність придбання позикових коштів. Також даний

напрямок діяльності, що є результатом обробки інформації, дозволяє банку відігравати ефективну роль посередника в таких сферах, як злиття і поглинання, здійснення емісії цінних паперів або структурованого фінансування;

- управління розміщенням послуг. Посередник надає велике значення каналам розміщення послуг, зокрема своїй мережі відділень, географія та щільність розміщення яких є основними складовими;

- управління платіжними системами. Ця функція здавна виконується банками, які тривалий час зберігають перевагу над конкурентами завдяки своїй монопольній ролі у сфері залучення депозитів;

- взаємодія банків з іншими секторами економіки. Банки відіграють важливу роль у підвищенні ліквідності, одночасно підтримуючи власну ліквідність, що дозволяє клієнтам вилучати депонований капітал і брати кредити. Кредити, банківські гарантії полегшують торгівлю і активізують інвестиційну діяльність. Банки є найважливішими дійовими особами процесу реструктуризації боргу (поглинання компаній за рахунок позикових коштів) та інших форм реорганізації [61].

Досліджуючи природу інфраструктури, виділимо головні ознаки, що притаманні банківському сектору: динамічність поведінки банків, які постійно розвиваються, адаптуючись до зміни економічної ситуації; здатність до саморегулювання і саморозвитку; наявність складних взаємозв'язків, включаючи зворотні, що дозволяє включити банківський сектор до складних систем; структурна різноманітність, що проявляється у великій кількості складових елементів банківського сектора, ієрархічно організованих, що мають свої локальні цілі функціонування і розвитку та які підпорядковуються однакової меті – максимізації прибутку та підвищенню ліквідності; концентрація уваги його суб'єктів на специфічній діяльності, яка пов'язана з грошово-кредитною сферою та дотриманням вимог “банківської таємниці”.

Банки, як інфраструктурні учасники фінансового ринку повинні задовольняти потреби споживачів та постачальників капіталу, обслуговуючих суб'єктів ринку та інших посередників. Сукупний попит на послуги банків та його залежність від тих чи інших критеріїв визначити досить складно. Тим не менше, проранжирувавши їх за рівнем потреб споживачів банківських послуг, можна побудувати наступну ієрархію вимог учасників ринку до банків (рис. 3.2).



Рисунок 3.2 – Ієрархія вимог учасників ринку до банківської діяльності (авторська розробка)

Дана ієрархія побудована виходячи з існуючих переваг наданих послуг банками та задоволення потреб учасників ринку. Природно, що вона може змінюватися і повинна коригуватися. У наведеній нами ієрархії на першому місці знаходяться продукти забезпечення виробничої та технологічної діяльності банків важливу роль також відіграє кадрове забезпечення банківських установ. Багато банків лише зрідка вдаються до аналізу ринку та послуг інформаційних агентств, а якщо виключити законодавчо обов'язкову аудиторську перевірку, то зовсім обійшлися б без послуг інформаційно-консалтингового характеру.

З наведеної нами ієрархії можна зробити висновок про те, що клієнти схильні купувати найбільш якісні продукти, часто ігноруючи цінові показники.

Незважаючи на те, що попит на послуги банків істотною мірою відображає їх адекватність, повна картина відповідності банківської діяльності інфраструктурі фінансового ринку і його потребам може бути дана тільки після оцінки інституційної розвинутості банків та ступеня доступності до їх послуг [127].

Таким чином, очевидно, що розвиток фінансового ринку залежить не тільки від макроекономічних чинників і політики у сфері стимулювання утворення заощаджень, але й від ступеня розвитку його інфраструктури, насамперед банків. Це впливає з того, що банки, як основні інфраструктурні суб'єкти, дозволяють учасникам ринку оперативніше отримувати доступ до фінансових ресурсів, інформувати споживачів про існуючі продукти, скоротити витрати, пов'язані із укладанням та реалізацією угод купівлі-продажу фінансових активів тощо.

Наприклад, здійснення безготівкових розрахунків на фінансовому ринку неможливе без розвинутої інфраструктури передачі даних, тобто системи, що забезпечує обмін електронними документами між усіма учасниками розрахунків.

Так, десять років тому ніхто не міг уявити, що управляти рахунком можна буде з будь-якої точки світу і в режимі реального часу. Це було пов'язано не стільки з відсутністю технічної можливості у банків, скільки з відсутністю мінімально необхідної кількості банківських клієнтів, що активно користуються однаковою мірою поточним рахунком та мережею Інтернет. Як тільки мережа Інтернет стала доступною більшості економічних суб'єктів і витрати на його обслуговування істотно знизилися, з'явилася розвинута система інформаційного обміну. На даний час більшість банків надають даний вид послуги, про що свідчить наявність рейтингів якості надання даних послуг.

Взагалі, формування технологічної підсистеми вимагає великих витрат, саме тому технологічне забезпечення більшості банків досі являє собою набір різноманітних функціональних підсистем (модулів) і робочих місць, які не завжди узгоджуються між собою [24].

Основу технічного і технологічного забезпечення сучасних банків повинні складати технологічні платформи, які володіють високими експлуатаційними характеристиками.

Тому сучасний банківський бізнес вимагає принципово нових рішень, спрямованих на реалізацію безпаперових низьковитратних технологій масового обслуговування з високою пропускнуою здатністю і можливістю полегшеного тиражування, що відрізняються високим ступенем централізації систем і процесів, підвищеними вимогами до надійності систем. Як ми уже зазначали, на сьогодні більшість банків перейшли до системи, що отримала назву онлайн-банкінгу (online banking), в якій клієнти банку можуть здійснювати ряд операцій дистанційного характеру різними способами:

- за телефоном – телебанкінг (telebanking);
- через персональний комп'ютер, тобто через локальні або спеціальні комп'ютерні мережі (PS-банкінг), наприклад, використання розрахункових систем SWIFT, розрахункових мереж центральних банків, системи електронних платежів НБУ, проведення розрахунків у системі “Клієнт-Банк” та ін.;
- через глобальну комп'ютерну мережу Інтернет – Інтернет-банкінг (Internet banking, ebanking);
- за допомогою портативних пристроїв – мобільний банкінг (mobile banking, m-banking, sms-banking) та ін. [342].

Характеристику найбільш розповсюджених систем надання банком послуг клієнтам та їх переваги і недоліки наведено у додатку К.

Отже, ми бачимо, що кожна із зазначених у додатку систем має свої переваги та недоліки як для банку, що їх пропонує, так і для клієнта, що користується такими послугами. До основних переваг відносять у більшості

випадків економію часу на здійснення операції та відсутність необхідності звертатися безпосередньо до банку у конкретний час та місце. Основними недоліками виступають звичайно витрати, що існують при використанні таких технологій.

В таблиці 3.3 наведено перелік вітчизняних банків, що використовують вищезазначені технології.

Таблиця 3.3 – Наявність технологічних продуктів у провідних вітчизняних банківських установах

Назва банку	Наявність системи Інтернет-банкінгу	Наявність системи Інтернет-еквайрингу	Наявність терміналів самообслуговування
Банки I групи (активи більше 15000 млн грн.)			
Приватбанк	+	+	+
Укрексімбанк	+	-	-
УкрСиббанк	+	-	+
Укрсоцбанк	+	-	-
Райффайзен Банк Аваль	+	+	+
Промінвестбанк	+	-	-
Альфа-банк	+	-	+
ОТП Банк	+	-	+
Дельта банк	+	-	-
Фінанси та кредит	+	+	-
ПУМБ	+	-	+
Укргазбанк	+	-	-
Брокбізнесбанк	+	-	+
Банки II групи (активи більше 5000 млн грн.)			
Форум	+	-	-
Прокредитбанк	+	-	-
Кредит-Дніпро	+	-	-
Імексбанк	+	-	-
Кредитпромбанк	+	-	-
ERSTE банк	+	-	-
Південний	+	+	+
VAB Банк	+	-	-
Universalbank	+	-	-
Правекс-банк	+	-	-
БТА банк	+	-	-

Джерело: узагальнено на основі [342]

На сьогодні мережа Інтернет дозволяє за допомогою системи Інтернет-банкінгу громадянам та юридичним особам скористатися майже всіма тими ж банківськими послугами, що і безпосередньо у відділенні. При цьому

найбільш затребуваними є перекази між рахунками, розміщення і поповнення депозитів, оплата рахунків і послуг, зняття лімітів з карт.

Вітчизняні банки здійснюють свою діяльність згідно із Законом України “Про банки та банківську діяльність” (від 07.12.2000 № 2121-III) та інших нормативно-правових актів, прийнятих регуляторами фінансового ринку.

Отже, згідно з даними таблиці 2.2 станом на 01.01.2012 кількість банків в Україні становила 198, тоді як у попередньому році – 194. Інша ситуація спостерігалася з банками, які мають ліценцію на здійснення банківських операцій, оскільки найбільша їх кількість – 184 – була зареєстрована станом на 01.01.2009, наступного ж року їх кількість зменшилася до 182 і на сьогодні їх вже 176.

Протягом останніх трьох років спостерігалися зміни й у складі банків – банки переходили з однієї групи в іншу, продавали частину своїх акцій певній фінансовій групі і цим самим змінювали назву або ж банкрутували, в той час як створювалися нові банки. Відповідно, зміна групи банку впливає на рейтинг банку.

У 2010 р. відповідно до Закону України “Про акціонерні товариства” (від 17.09.2008 № 514-VI) всі банки – акціонерні товариства повинні були змінити свою форму на публічні акціонерні товариства, і як наслідок – станом на 01.01.2012 всі банки вже функціонували у такій формі.

Також згідно з наведеними даними таблиці 2.2 найбільша кількість банків з іноземним капіталом була зареєстрована станом на 01.01.2011, наступного року їх кількість зменшилася, тоді як кількість банків зі стовідсотковим іноземним капіталом кожного року зростає. Відповідно за станом на 01.01.2012 одинадцять із сімнадцяти банків з I групи – банки з іноземним капіталом, в тому числі 4 – зі 100 % іноземним капіталом, в II групі банків 14 з 19 – банки з іноземним капіталом, в тому числі 6 – зі 100 % іноземним капіталом, до III групи належить 9 банків з іноземним капіталом, в тому числі 2 – зі 100 % іноземним капіталом, а решта припадає на IV групу.

Відповідно до регіонального розподілу найбільша кількість банків припадає на м. Київ та Київську область – 115, в Дніпропетровській області зареєстровано 14, в Донецькій – 10, в Харківській та Одеській – по 8, у Львівській – 5, Запорізькій, Полтавській та Чернігівській – по 3, АРК та м. Севастополь, а також Луганській області – по 2, в Сумській, Волинській та Закарпатській – лише по 1 банку.

Для здійснення будь-якої діяльності банки повинні мати у своєму розпорядженні певну суму грошових коштів, тобто ресурсну базу, тому важливою складовою діяльності банків є формування даних ресурсів. Джерелами формування ресурсів банку виступають як власні кошти банку, тобто його капітал, так і залучені та запозичені кошти.

Власні ресурси комерційних банків формуються за рахунок статутного капіталу банку, а також фондів, які створюються банками для забезпечення фінансової стійкості, комерційної та господарської діяльності, а також прибутку поточного і минулого років. Власні кошти по відношенню до позикових є меншістю, оскільки не виступають основною частиною ресурсів банку.

Позикові кошти повинні складати більшість, оскільки їх формування відбувається за рахунок проведення депозитних операцій, які є однією з найважливіших основ організації діяльності комерційних банків і ґрунтуються на залученні вільних грошових коштів фізичних та юридичних осіб, виступають у формі міжбанківського кредитування.

Загалом протягом останніх трьох років зростали такі складові капіталу банківської системи, як статутний капітал, емісійні різниці, резерви переоцінки необоротних активів, власні акції, що викуплені в акціонерів. Резерви та інші фонди банку, а також збиток поточного року – зменшуються.

Важливим чинником, який впливає на можливість банківської системи розширювати банківські послуги, не допускаючи при цьому значних ризиків, є капіталізація.

Розрахунок капіталізації банківської системи згідно з даним твердженням наведено в таблиці 3.4.

Таблиця 3.4 – Капіталізація вітчизняних банків протягом 2009–2011 рр., тис. грн.

Рік	Усього власного капіталу	Чистий прибуток/збиток банківської системи	Капіталізація банків
2009	120207619	-31491841	88715778
2010	137725113	-13026584	124698529
2011	155486926	-7707548	147779378

Джерело: сформовано на основі [10], [217]

Національний банк з метою підвищення рівня капіталізації встановлює економічні нормативи: мінімальний розмір статутного фонду, мінімальний розмір власних коштів банку (капіталу), платоспроможність банку, достатність капіталу (співвідношення власних і залучених коштів).

Розглядаючи інфраструктуру фінансового ринку в особі банківських установ, не можна обійти проблеми, пов'язані з формуванням ефективного платіжно-розрахункового механізму. Тим більше, що формування світової економічної системи після глобальної фінансової кризи неминуче вимагатиме нових принципових підходів до розвитку всього комплексу правил, процедур та інструментів, опосередковуючи функціонування грошового і кредитного ринків. Не виключенням, а скоріше правилом, де потрібні будуть ефективні організаційно-економічні перетворення, виступає сфера, в якій здійснюються різного роду розрахунки і платежі, і де банки мають в особі інших організацій серйозних конкурентів [43].

Еволюція банків як економічних суб'єктів, що забезпечують розрахунки і платежі, відбувалася паралельно з розвитком відповідної функції грошей. У міру того, як гроші в процесі своєї еволюції втрачали властивості безпосереднього носія товарної вартості і набували форм, що більш підходять для виконання ролі платіжного інструмента, зростало і значення інститутів, що гарантують їх "цінність" учасникам обмінних операцій. Історично діяльність банків щодо управління грошима як суспільно

і законодавчо визнаним засобом розрахунків, які не мають конкретної товарної природи, проявилася, по-перше, у наданні послуг з грошового обміну, а по-друге, в забезпеченні платіжного сервісу [117].

Відповідно до Закону України “Про платіжні системи та переказ грошових коштів” (від 05.04.2001 № 2346-III), переказом коштів є рух певної суми коштів з метою її зарахування на рахунок отримувача або видачі йому у готівковій формі. Здійснення суб’єктами господарювання переказу коштів і розрахунків за зобов’язаннями, які виникають у процесі економічної діяльності, забезпечується платіжними системами і системами розрахунків.

Платіжна система являє собою платіжну організацію, членів платіжної системи та сукупність відносин, які виникають між ними при проведенні переказу коштів. В Україні мають право функціонувати внутрішньодержавні та міжнародні платіжні системи.

Діяльність з переказу коштів мають право здійснювати банки, що мають банківську ліцензію Національного банку, і небанківські фінансові установи, які мають ліцензію Нацкомфінпослуг на здійснення переказу коштів.

Усі системи переказу грошей, що існують на сучасному етапі, можна поділити на офіційні та неофіційні. Офіційні системи представлені світовими, регіональними та локальними платіжними системами, банками, поштовими відомствами, небанківськими фінансовими організаціями, а також іншими суб’єктами ринку, що згідно з національним законодавством конкретної країни мають право здійснювати фінансові операції, пов’язані з переказом грошей.

Глобальні системи грошових переказів Western Union (WU) та Money Gram (MG) на сьогодні є визнаними лідерами ринку грошових переказів. Вони здійснюють свою діяльність майже у всіх країнах світу. В той же час дані системи грошових переказів у поточному році втратили вже 4 % українського ринку транскордонних переказів. Тим часом ринкова частка російських систем вже досягла 52 %.

Найбільшими перевагами глобальних систем WU та MG є надійність, швидкість переказів, простота та технологічність. Недоліки – дуже високі ціни (до 20 % від суми переказу) та обмежене охоплення, оскільки переказ не можна ні отримати, ні відправити у місцевостях, де немає розвинутої банківської інфраструктури.

Неофіційні канали грошових переказів (за даними Світового банку до 2/3 грошей передаються неофіційними каналами) існують у світі під різними назвами і використовуються майже повсюди, навіть у країнах, де переважає розвинута ліберальна фінансова система. Регіональні системи неофіційних грошових переказів дещо відрізняються одна від одної, при цьому в їх діяльності немає істотних суперечностей.

Станом на 01.10.2012 на території України функціонували 23 міжнародні системи переказу коштів між фізичними особами без відкриття рахунку, створені нерезидентами. Їх учасниками є більше 150 банків України, АТ “Українська фінансова група” та національний оператор поштового зв’язку УДППЗ “Укрпошта”.

Динаміку сум таких переказів, здійснених протягом останніх п’яти років, відображено на рисунку 3.3.

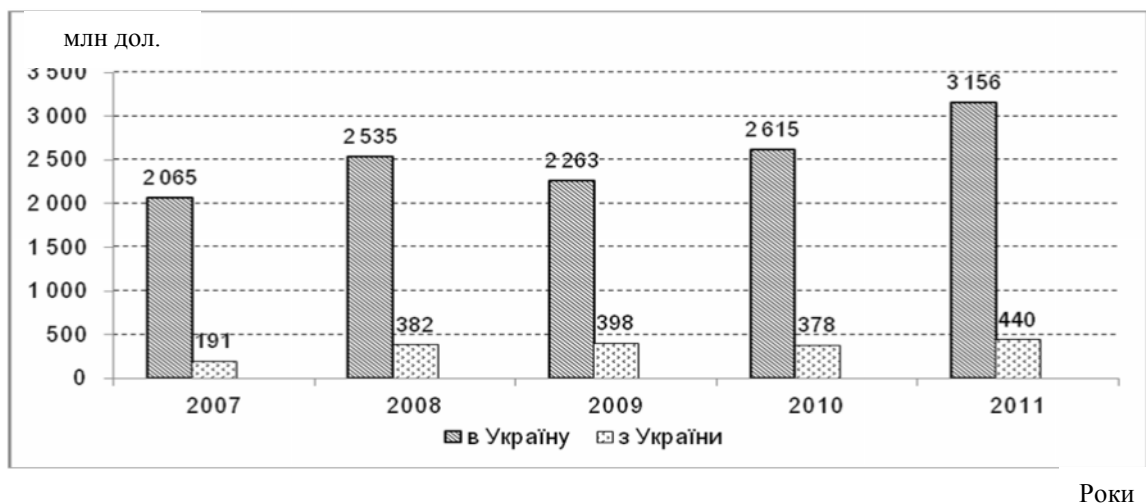


Рисунок 3.3 – Динаміка сум транскордонних переказів, здійснених із використанням міжнародних систем переказу коштів, створених нерезидентами (узагальнено на основі [324])

Після певного спаду у 2009 році, зумовленого кризою, відбулося збільшення обсягів грошових переказів у 2010 р., а в 2011 р. вони суттєво перевищили докризові значення.

Станом на 01.01.2012 найбільшу кількість договорів про участь у міжнародних системах переказу коштів, створених нерезидентами, уклали такі українські банки: ПАТ “Ощадбанк” (12 договорів); ПАТ КБ “Приватбанк” (10 договорів); ПАТ “ВТБ-банк” (10 договорів); ПАТ “Фольксбанк” (9 договорів).

Найбільші обсяги коштів у 2011 р. було переказано в Україну (з урахуванням коштів, виплачених банками-субагентами) через такі установи: ПАТ КБ “Приватбанк” – 18 % (24 субагенти) від загальної суми; ПАТ “Райффайзен Банк Аваль” – 11 % (34 субагенти); ПАТ “УФГ” – 9 % (31 субагент); ПАТ “ВТБ-банк” – 8 % (11 субагентів).

Необхідно зауважити, що частка Ощадного банку, який працює без банків-субагентів, у загальних обсягах коштів, переказаних у 2011 р. в Україну, перевищила 7 %.

Крім здійснення транскордонних переказів, фізичні особи використовували міжнародні системи переказу коштів, запроваджені нерезидентами, для переказів як іноземної, так і національної валюти в межах України. Загальні обсяги таких переказів у розрізі систем та валюти переказів подано в таблиці 3.5.

Слід зазначити, що загальна сума переказів у іноземній валюті в доларовому еквіваленті у межах України порівняно з 2010 р. у 2011 р. зменшилася приблизно на 25 % і становить 285 тис. дол. США в еквіваленті. Перекази у національній валюті здійснювалися за допомогою систем Western Union та “Бліц”. В 2011 р. їх сума порівняно з 2010 р. збільшилася на 27 %.

З огляду на те, що протягом останніх років на вітчизняному ринку спостерігається активний розвиток міжнародних платіжних систем, створених нерезидентами, їх членами та учасниками є переважна більшість банків України, а також те, що кількість та суми транскордонних і

внутрішньодержавних операцій, які здійснюються з використанням таких систем в Україні, щорічно збільшуються, об'єктами нагляду (оверсайта) Національного банку мають бути члени та учасники міжнародних платіжних систем, створених нерезидентами, які уклали з платіжними організаціями цих систем відповідні договори.

Таблиця 3.5 – Обсяги переказів, здійснених із використанням міжнародних систем переказу коштів, створених нерезидентами, в межах України у 2011 р.

№ пор.	Назва міжнародної системи переказу коштів	Код валюти	Кількість переказів	Сума переказів, тис. одиниць валюти
1	Western Union (США)	USD	216	130
		UAH	97942	156429
2	“Юністрім” (Росія)	USD	43	11
		EUR	7	2
		RUR	1	10
3	MoneyGram (США)	USD	5	2
		EUR	32	11
4	MIGOM (Росія)	USD	23	16
		EUR	7	3
		RUR	17	143
5	CONTACT (Росія)	USD	113	68
		EUR	30	17
		RUR	24	154
6	“Бліц” (Росія)	UAH	5548	31942
		USD	400	227
Всього		EUR	76	33
		RUR	42	307
		UAH	103490	188371
		USD		

Джерело: узагальнено на основі [324]

Національний банк під час нагляду за міжнародними платіжними системами, їх членами та учасниками має співпрацювати з центральними банками країн, на території яких зареєстровано платіжну організацію відповідної системи.

Здійснення НБУ нагляду (оверсайта) за платіжними системами сприятиме надійному та ефективному функціонуванню платіжних систем, виявленню та попередженню проявів ризиків у платіжних системах, захисту інтересів користувачів платіжних систем та підтримки довіри до платіжних систем з метою поширення безготівкових розрахунків. Упровадження Національним банком нагляду (оверсайта) за платіжними системами є

нагальною потребою для забезпечення належного функціонування платіжних систем в Україні.

Як ми уже зазначали, однією з інфраструктурних функцій банківських установ є перерозподільча функція, за допомогою якої банки задовольняють потреби як позичальників коштів, так і так званих кредиторів за рахунок виданих кредитів та отриманих депозитів.

Хотілось би відмітити, що депозитна та кредитна експансія банків на грошовому ринку веде до активізації їх як фінансових посередників, що призводить до прискорення руху грошей, а не до появи нових реальних грошей. Це має відношення і до процесу руху грошей не тільки при видачі кредитів банками один одному, але і опосередкованих розрахунково-платіжними системами. Адже при перерахуванні грошей з рахунку клієнта одного банку на рахунок клієнта іншого банку частина цих коштів стає ресурсом кредитування на досить тривалий час [43].

Крім того, варто звернути увагу на те, що операції запозичення і кредитування здійснюються також іншими фінансовими компаніями. Однак для банків вони є поточними (регулярно повторюваними). Також для переважної більшості банків характерно, що операції по запозиченню і кредитуванню одночасно присутні в їх діяльності, та послуги, що надаються банками, пов'язані із забезпеченням збереження фінансових ресурсів та проведенням платежів, зачіпають кардинальні інтереси широких суспільних верств, що надає даним інститутам особливу соціальну значущість [117].

Говорячи про депозитну та кредитну політику банківських установ, потрібно сказати, що вона виражається у кількісній та якісній трансформації активів. Кількісна трансформація полягає в узгоджених змінах об'ємних характеристик послуг, що надаються банками (як за депозитами, так і за кредитами) відповідно тим вимогам, які до них пред'являють клієнти. Її класичним прикладом є перетворення відносно невеликих за розміром депозитів, внесених приватними вкладниками, в значні суми, що необхідні для кредитування значних інвестиційних проектів. Зокрема, необхідність

кількісної трансформації є одним із головних аргументів на користь існування інституту фінансових посередників. Якісна трансформація активів, насамперед, зводиться до зниження їх ризикових характеристик. Випускаючи власні зобов'язання або укладаючи депозитні договори з клієнтами, банк, як правило, забезпечує за ним суттєво більшу надійність (менший ризик втрат) в порівнянні з випадком прямого вкладення коштів у будь-які інвестиційні проекти. Це пояснюється, по-перше, можливостями банку за рахунок концентрації значних грошових ресурсів здійснювати диверсифікацію портфеля своїх активів, що недоступно окремому вкладнику (особливо у випадку фінансової неподільності проектів). По-друге, банки за рахунок переваг доступу до інформаційних ресурсів володіють додатковими можливостями по контролю за поведінкою своїх позичальників. Прикладом тимчасової трансформації активів служить той факт, що, з одного боку, банки приймають від вкладників короткострокові депозити, а з іншого – можуть видавати позичальникам кредити, за якими передбачені тривалі терміни повернення. Проблема здійснення тимчасової трансформації тісно пов'язана з ризиком неплатежів по депозитах через низьку ліквідність довгострокових активів. Частково цей ризик може бути знижений за рахунок використання короткострокових міжбанківських кредитів і похідних інструментів фінансового ринку (свопів, ф'ючерсів та ін.).

Саме під впливом зазначених процесів виникає проблема управління ліквідністю і мінімізації ризиків, що зумовило виникнення сучасної теорії управління ризиками та ліквідністю. Об'єктом теорії ліквідності стала діяльність банку на грошовому ринку. Банки не просто отримують ресурси від вкладників для подальшого їх розподілу між позичальниками, вони дозволяють обом категоріям клієнтів отримувати грошові кошти, забезпечуючи їх ліквідність. Стосовно пасивних операцій, то забезпечення ліквідності означає, що банки мають переваги над іншими фінансовими посередниками у швидкому доступі вкладників до своїх коштів шляхом зняття готівки та виконання грошових трансфертів. Забезпечення банками

ліквідності для позичальників полягає в тому, що на відміну від своїх конкурентів у сфері кредитування, вони забезпечують більш довгими кредитами, тільки банки здатні надати клієнтам гарантії отримання грошових коштів на їх вимогу. Банки досягають великої ефективності використання грошових коштів за рахунок економії від масштабу грошових операцій, в порівнянні з іншими інститутами, які виконують тільки один вид операцій. При цьому банки встановлюють оптимальну комбінацію ліквідних і неліквідних активів, втілюючи ефект від взаємного страхування ліквідності. Це може бути необхідний резерв у вигляді готівкових коштів і цінних паперів. Для більшості банків активність полягає в модернізації, розширенні і ресурсному забезпеченні традиційного бізнесу, пов'язаного із забезпеченням ліквідності. Банкам необхідно розумно використовувати можливості освоєння нових ринків інвестиційних, страхових, іпотечних, пенсійних інструментів [61].

В той же час сек'юрїтизація активів спрощує і розширює масштаби рефінансування банківської діяльності та сприяє спеціалізації посередників, тим самим збільшується число посередників, що займаються споживчим кредитуванням (іпотека, автокредити, кредитні картки та ін). Одночасно, зростання операцій з великими клієнтами, інвестиційна діяльність та операції з деривативами підштовхує до універсалізації фінансових посередників. Таким чином, індустрія фінансових послуг переходить від сегментування послуг до їх універсалізації, пропонуючи клієнтам широкий перелік послуг. При цьому перед кожним посередником стоїть завдання визначення ринку, продуктів і послуг, які будуть затребувані клієнтами в рамках фінансової індустрії, що динамічно розвивається [98].

Крім того, в сучасних умовах розвитку банківських установ особливої актуальності набуває питання конкуренції та конкурентоспроможності на ринку, особливо кредитному. Адже, світова криза здійснила значний вплив на розвиток кредитного ринку України та відповідно на діяльність основних його суб'єктів. Зокрема, зросла кількість учасників небанківського сектору та

спостерігався вихід іноземних банків з ринку. Це призвело до посилення конкуренції між суб'єктами та здійснення ними більш агресивної політики з метою завоювання лідируючих позицій. Зі зниженням рівня довіри до банківської системи України, знижується кількість людей, що користуються послугами банківських установ. В такій ситуації значно зростає конкуренція як між окремими банками так і небанківськими фінансово-кредитними установами з метою завоювання лідируючих позицій на ринку та підвищення рівня довіри до своєї установи. З урахуванням цього виникає потреба у розробці заходів підвищення конкурентоспроможності банківських установ.

З поняттям «конкурентоспроможність» тісно пов'язане поняття «конкуренція», оскільки оцінка конкурентоспроможності здійснюється за наявності конкурентної боротьби між суб'єктами на певному ринку. Для того, щоб детально охарактеризувати рівень конкуренції на кредитному ринку України та визначити конкурентоспроможність окремих її суб'єктів (на прикладі банку) охарактеризуємо основні категорії даного поняття.

Термін «конкуренція» (з лат. *concurrentia*) трактується як суперництво, змагання. Відповідно до Закону України «Про захист економічної конкуренції», економічна конкуренція (конкуренція) – це змагання між суб'єктами господарювання з метою здобуття завдяки власним досягненням переваг над іншими суб'єктами господарювання, внаслідок чого споживачі, суб'єкти господарювання мають можливість вибирати між кількома продавцями, покупцями, а окремий суб'єкт господарювання не може визначати умови обороту товарів на ринку [233].

Охарактеризуємо основні підходи до розуміння поняття «конкурентоспроможність». На думку Піддубного І. О. [214], конкурентоспроможність – це потенціальна або реалізована здатність економічного суб'єкта до функціонування у релевантному зовнішньому середовищі, яка ґрунтується на конкурентних перевагах і відображає його позицію відносно конкурентів.

Як стверджує Кривенко В. Г. [131], конкурентоспроможність – це спроможність господарських одиниць до ефективного функціонування на ринку, заснованого на пропозиції товарів, що відповідають запитам і перевагам покупців за якістю, кількістю і асортиментом в необхідні терміни і на більш вигідних у порівнянні з конкурентами умовах.

Валігурський Д. І. вважає, що конкурентоспроможність – це можливість ефективної підприємницької діяльності і її практичної прибуткової реалізації в умовах конкурентного ринку [28]. Шпанко А. визначає конкурентоспроможність як можливість конкурувати, тобто, по-перше, властивість об'єкта або суб'єкта бути кращим за інших за певними параметрами, по-друге, вона проявляється лише в конкурентному змаганні [354].

На нашу думку під конкурентоспроможністю банку слід розуміти його потенційну або реалізовану здатність до функціонування у мінливому зовнішньому середовищі з урахуванням внутрішніх факторів, що забезпечує реалізацію конкурентних переваг та сприятливі умови для розвитку.

До зовнішніх факторів непрямого впливу належать економічні, політичні, соціальні та технологічні. Індикаторами, що характеризують економічну ситуацію в країні, є: стан та динаміка платоспроможного попиту, загальногосподарська кон'юнктура, механізм державного регулювання економіки, характеристика платіжного балансу та державного бюджету, сформована система оподаткування. До політичних факторів належить політична стабільність в країні, ефективність рішень державних органів влади, тривалість та частота політичних конфліктів, можливість створення умов для розвитку конкурентного середовища. Серед соціальних факторів вважаємо за доцільне виділити довіру громадян до банківської системи та рівень їх фінансової обізнаності. Технологічні фактори визначаються рівнем розвитку телекомунікацій банку та періодом їх оновлення. До зовнішніх факторів прямого впливу пропонуємо відносити вплив НБУ, що здійснює

адміністративне та індикативне регулювання діяльності банків; розширення клієнтської бази та налагодження партнерських відносин з іншими банками.

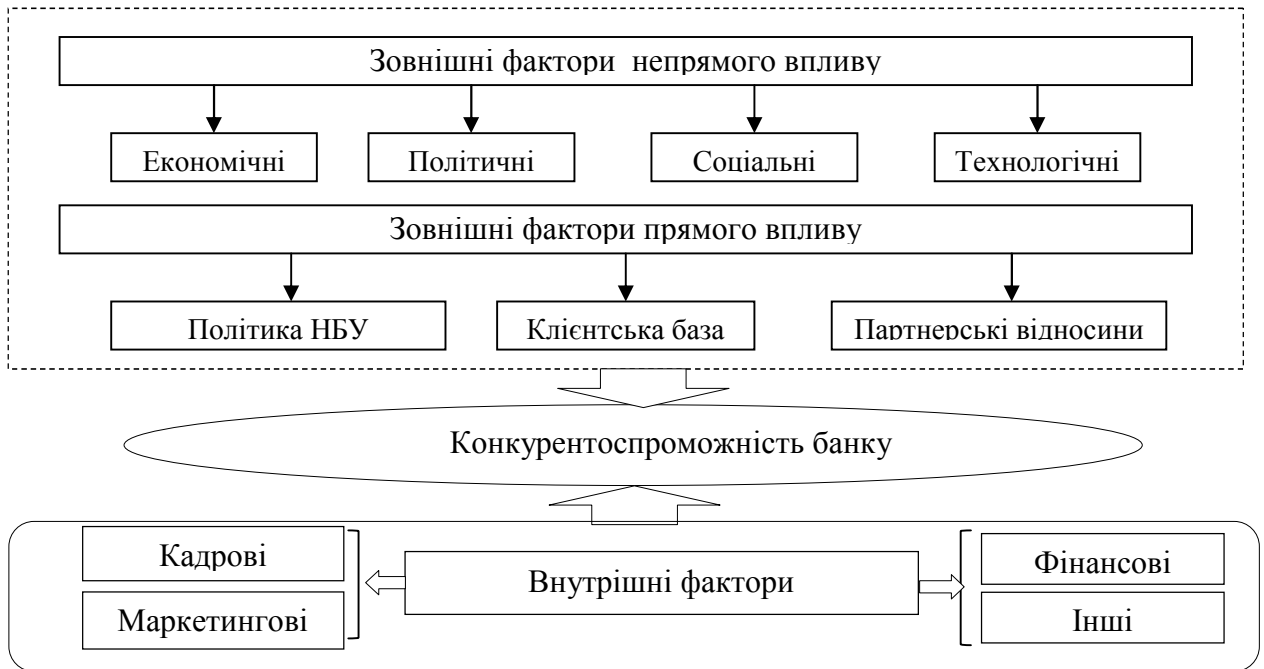


Рисунок 3.4 – Фактори впливу на конкурентоспроможність банку
(авторська розробка)

До внутрішніх факторів віднесемо кадрові (правильний розподіл кадрів, рівень їх професійної кваліфікації та якість прийнятих управлінських рішень), маркетингові (якість маркетингової політики банку та ефективність реклами), фінансові (якість управління формуванням та використанням фінансових ресурсів) та інші (місце розташування, розгалуженість регіональної мережі), що є індивідуальними для кожного банку, їх склад залежить від специфіки діяльності.

З метою визначення основних напрямків підвищення конкурентоспроможності банків на кредитному ринку України, визначимо основних їх конкурентів та оцінимо рівень конкуренції між ними.

Можна стверджувати, що основними конкурентами банків на кредитному ринку України виступають кредитні спілки, ломбарди та фінансові компанії. Але, враховуючи той факт, що в сукупних активах

фінансових компаній, протягом аналізованого періоду, частка позик становить лише 3 %, необхідно зазначити, що ці суб'єкти опосередковано вступають у конкурентні відносини в сфері кредитування. Фінансові та лізингові компанії не є достатньо активними учасниками кредитного ринку тому рівень конкуренції між ними та банками є незначним. А от зростання кількості кредитних спілок та ломбардів пояснюється, насамперед, можливістю швидкого проникнення на ринок за рахунок призупинення кредитної діяльності банків під час фінансової кризи та нижчою вартістю позик порівняно з банківськими установами.

На сьогодні жорстка конкуренція на кредитному ринку України спостерігається не лише в сфері розміщення коштів, а й залучення. До 2008 року основна частка залучених коштів припадала на банківський сектор. Наразі обсяг коштів, залучених небанківськими фінансово-кредитними установами постійно зростає. Найбільша частка акумульованих коштів припадає на кредитні спілки, які протягом останніх років активно залучають депозити населення. В даній сфері діяльності найменша частка належить ломбардам, але потрібно зважати на той факт, що кількість даних суб'єктів на ринку та обсяг залучених ресурсів постійно зростає, що в майбутньому може призвести до значного підвищення обсягів діяльності у зв'язку з підвищенням популярності даних послуг на ринку споживчого кредитування.

Знаючи діяльність банків, кредитних спілок та ломбардів на кредитному ринку України, виділимо спільні риси в їх організації та діяльності (табл. 3.6)

Таблиця 3.6 – Спільні та відмінні риси банків, кредитних спілок та ломбардів

Ознаки	Кредитні спілки	Банки	Ломбарди
Організаційно-правова форма	Кооперативна	ПАТ або кооперативний банк	Повне товариство, державне чи комунальне підприємство
Мета діяльності	Неприбуткова	Прибуткова	Прибуткова
Розподіл доходів (прибутку)	Розподіляється між пайовиками відповідно до обсягу їх участі в діяльності кооперативу; відрахування	Більша частина спрямовується на збільшення пасивів банку, дивіденди акціонерам, різноманітні фонди	Розподіляється між засновниками

Продовження таблиці 3.6

Ознаки	Кредитні спілки	Банки	Ломбарди
	до резервного фонду		
Джерела власного капіталу	Пайові внески членів	Внески акціонерів до статутного капіталу, прибуток	Внески засновників до статутного капіталу
Види послуг, що надаються	Кредити та депозити членам кооперативу	Надання кредитів та депозитів, ведення рахунків юридичних та фізичних осіб, інші види послуг	Надання кредитів за рахунок власних та залучених коштів
Об'єкт кредитування	Надання кредитів членам спілки в готівковій та безготівковій формах.	Задоволення потреб у кредитних ресурсах фізичних та юридичних осіб, які мають відповідну кредитоспроможність та забезпечення	Задоволення потреб у кредитних ресурсах фізичних осіб

Джерело: авторське узагальнення

З метою оцінки рівня конкуренції на кредитному ринку України розрахуємо наступні показники: коефіцієнт концентрації (CR_n), індекс Херфіндаля-Хіршмана (ННІ), коефіцієнт відносної концентрації (CRR_k), показник інтенсивності конкуренції (U_k). Значення розрахованих показників наведемо в таблиці 3.7.

Таблиця 3.7 – Показники концентрації кредитного ринку України

Показник	Рівень концентрації	01.01. 2010 р.		01.01. 2011 р.		01.01. 2012 р.		30.09. 2012 р.
		Банки	Кредитні спілки	Банки	Кредитні спілки	Банки	Кредитні спілки	Ломбарди
CR_n	(0,45-0,75) – помірний <0,45 – низький >0,75 – високий	0,62	0,60	0,62	0,59	0,61	0,62	0,85
ННІ	<0,1 – низький (0,1-0,18) – помірний	0,04	0,03	0,04	0,03	0,04	0,03	0,08
CRR_k	>1 – низький <1 – високий	0,11	0,01	0,12	0,01	0,12	0,00	0,03
U_k	→0 – низький →1 – високий	0,85	0,98	0,76	0,95	0,73	0,98	0,87

Джерело: власні оцінки

Отже, проаналізувавши значення коефіцієнта концентрації CR_n , необхідно зазначити, що помірна концентрація була характерною для банків та кредитних спілок, висока – для ломбардів. Причому, станом на 01.01.2012 р. у порівнянні з 01.01.2011 р. концентрація ринку кредитних спілок зросла

на 5 %, що пояснюється зростанням їх кількості та збільшення загального розміру активів.

До переваг показника ННІ належить його незалежність від вибору кількості організацій, що використовуються при розрахунках, оскільки враховується загальна кількість учасників ринку. Критичним значенням, при якому необхідно застосовувати додаткові заходи державного впливу становить 0,18162. За розрахованими значеннями даного показника для ломбардів, кредитних спілок та банків можна стверджувати, що рівень концентрації є низьким. Але при аналізі даного показника потрібно враховувати головну специфіку, – врахування частки всіх учасників ринку – оскільки при діяльності основних суб'єктів та більше 100 інших учасників з невеликими частками, значення даного коефіцієнта «усереднюється» і не дає точної та об'єктивної ситуації, що склалася на ринку.

Відповідно до розрахованих значень показників CRR_k та U_k рівень концентрації серед банків, кредитних спілок та ломбардів є значно високим.

Зростання рівня конкуренції між даними суб'єктами пояснюється їх діяльністю в сфері споживного кредитування та залучення і розміщення коштів фізичних осіб. У сфері малого бізнесу протягом останніх років кредитні спілки та ломбарди почали активно нарощувати свої позиції. Це пов'язано, насамперед з тим, що кредитні спілки мають максимальну наближеність до користувачів кредитних послуг, можливість швидко та за спрощеною схемою надати кредит своєму учаснику, досить розгалужену філіальну мережу. До недоліків можна віднести обов'язок вступу в кредитну спілку та відносно обмежені ресурси для кредитування. На сьогодні зростання кількості та ролі ломбардів на кредитному ринку України пояснюється зростання потреб населення у швидкому отриманні невеликих сум коштів в кредит. Оскільки обсяги кредитування ломбардів постійно зростають незалежно від кварталу, можна стверджувати, що їх діяльність не залежить від сезонного фактору. До конкурентних переваг ломбардів

належать: швидке надання кредитів на термінові потреби, гнучкий графік роботи.

Для банків така ситуація є доволі неоднозначною: з одного боку посилення конкуренції сприяє інтенсивнішому розвитку, вдосконаленню механізму здійснення діяльності, а з іншого – зростання кількості кредитних спілок та ломбардів призводить до зменшення прибутку банківських установ та підриває їх фінансову безпеку.

Проаналізувавши особливості конкуренції на кредитному ринку України, спільні та відмінні риси банків, кредитних спілок та ломбардів, необхідно зазначити, що з метою завоювання лідируючих позицій банкам необхідно підвищувати свою конкурентоспроможність. На нашу думку, з метою підвищення конкурентоспроможності банківських установ кожному банку необхідно розробити власну систему управління (рис. 3.5).



Рисунок 3.5 – Основні завдання системи управління конкурентоспроможністю банку (авторська розробка)

З метою підвищення рівня конкурентоспроможності банку необхідно здійснювати заходи, що дадуть змогу підвищити рівень його капіталізації та фінансової стійкості шляхом:

- забезпечення пропорційного зростання регулятивного капіталу банківської установи обсягам активно-пасивних операцій;
- залучення додаткових акціонерів, включаючи іноземних, з метою збільшення статутного капіталу;
- розробки плану заходів з метою підвищення рівня капіталізації банку якщо значення нормативу адекватності регулятивного капіталу наближається до граничного;
- спрямування нерозподіленого прибутку на формування загальних резервів або капіталізацію дивідендів.

З метою управління ризиками в банківській установі повинна здійснюватись ефективна політика ризик-менеджменту. Це зумовлено тим, що ризик менеджмент є основою для підвищення ефективності стратегічного управління; покращує ефективність діяльності банку; дає змогу оптимального використовувати ресурси та орієнтує топ-менеджмент на використання факторів ризик-можливостей для підвищення вартості банку.

Вдосконалення управління процесами формування ресурсної бази комерційних банків передбачає значне підвищення рівня ліквідності та капіталізації банківського капіталу, формування оптимальної структури балансу комерційного банку на основі виваженої структури активів і пасивів, додаткового акумулювання коштів як від юридичних та фізичних осіб, так і інших джерел коштів на фінансовому ринку. Кінцевою метою створення ресурсного потенціалу банків повинно бути збільшення прибутковості при зменшенні ризикованості та забезпечення ліквідності фінансово-кредитних установ.

Отже, потрібно зазначити, що виникнення і розвиток різних видів фінансових посередників відбувалося не одночасно і саме банки повинні бути в авангарді процесу розвитку технологій, механізмів і підходів до

управління складними фінансовими системами [43]. На сьогоднішній день грані специфіки їх діяльності стираються внаслідок інтеграційних процесів, виникнення нових потреб з боку власників капіталу і тих, хто його приваблює і експлуатує.

3.2 Визначення місця інфраструктурних посередників на фінансовому ринку

Нормальну роботу фінансового ринку може забезпечити тільки стабільне та ефективне функціонування всіх його елементів, зокрема інфраструктурних. Значимість надання послуг на вітчизняному фінансовому ринку даними суб'єктами не викликає сумніву, оскільки діяльність, перш за все, торговців цінними паперами та фондових бірж є ознакою ринкової економіки.

Відсутність у вітчизняній економічній літературі системних (комплексних) досліджень, що стосуються природи цих специфічних послуг, не дає змогу повно та досконало охарактеризувати цих суб'єктів ринку. Значне число існуючих публікацій з приводу діяльності професійних учасників фондового ринку стосується або опису чинного законодавства у даній сфері, або дослідження технологічного аспекту в рамках імперативних і диспозитивних (правових) норм.

Серед виділених нами у попередніх розділах інфраструктурних суб'єктів провідне місце займають посередники. Посередники взагалі життєво необхідні як для учасників фінансового ринку, так і для самого ринку, що виступає в якості певної системи, взаємопов'язуючи і об'єднуючи всіх його суб'єктів.

Також ми уже відзначали, що посередники поділяються на два типи: фінансові та торгові (інфраструктурні). Розглядаючи торгових посередників в

контексті фондового ринку, необхідно відмітити, що основними інфраструктурними посередниками на даному ринку виступають компанії, що надають послуги маркет-мейкерів, з брокерської діяльності, діяльності з управління цінними паперами та андеррайтингу. Застосовуючи дані терміни до реалій вітчизняного фондового ринку, можна сказати, що всі ці види діяльності здійснюють так звані торговці цінними паперами.

Варто зазначити, що операції з цінними паперами в Україні у 2011 році здійснювалися торговцями цінними паперами, які представлені:

- господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності (49,62 % від загального обсягу виконаних договорів торговцями цінних паперів);

- банками (46,18 %);

- інвестиційними компаніями (4,20 %).

Послуги торгових посередників – продукт дуже специфічний, що має цінність далеко не для кожного споживача. Адже головне призначення саме торгових посередників – це переміщення інструментів на фінансових ринках без їх перетворення.

Наявність посередників на ринку сприяє вирішенню певних завдань:

- просуванню ринку вперед як в якісному (технічному, професійному), так і в кількісному аспектах;

- проведенню на ринку державної політики, забезпечення гарантій захисту прав інвесторів;

- підвищенню рівня професіоналізму учасників ринку цінних паперів.

Взагалі, діяльність торгових посередників на фондовому ринку розцінюється в економічному світі двояко. Одні вважають, що використовуючи послуги торгових посередників, інвестор, перш за все, збільшує обсяг операцій без істотного зростання витрат, залучає висококваліфікованого торгового посередника, який досконально знає ринок і його кон'юнктуру.

Інші виділяють негативні сторони у співпраці з торговими посередниками. На їх думку, посередництво передбачає додаткові надбавки до ціни товару, і тому, як правило, чим більше сторін бере участь в угоді, тим більше різних зборів і комісійних доводиться платити у зв'язку з її виконанням. На жаль, більшості сучасних вітчизняних інвесторів доводиться залучати посередників при купівлі цінних паперів.

Комісійні від продажу, плата за маркетингові дослідження на ринку цінних паперів та надмірно активні і надкороткі операції з портфелями – все це приносить додатковий дохід брокерам та зменшує прибутки їх клієнтів. У таких умовах конфлікт інтересів агента та принципала стає найпотужнішим підтекстом взаємин між цими учасниками ринку.

У світовій практиці інвестор намагається уникати брокерського обслуговування, вибираючи менш витратну альтернативу і розраховуючи на власні сили. Навіть коли в США брокери зіткнулися з небажанням інвесторів платити при покупці завищені надбавки до цін фінансових інструментів, вони замінили ці виплати менш явними відстроченими платежами, яких інвестори досить часто не помічають. Більш значний вплив на прибуток інвестора відстрочені платежі мають, коли він викуповує цінні папери до закінчення зазначеного часу. В той же час вони надійно захищають брокера, гарантуючи йому або постійне надходження комісійних від довгострокового інвестора, або одноразове надходження при достроковому вилученні активів короткостроковим гравцем ринку.

При укладанні угод, до яких залучаються брокери, інвестори дуже часто опиняються перед альтернативою: нести спочатку велике навантаження по сплаті комісійних або невелике навантаження з відстроченими платежами. Але і в тому, і в іншому випадку відбувається переплата за послуги з продажу та розміщення своїх активів [63].

Існуючі теорії розвитку ринку посередництва практично всі стосуються фінансових посередників та їх ролі на фінансовому ринку. До таких теорій належать і теорія фінансового посередництва, і теорія трансакційних витрат.

Теорію фінансового посередництва можна застосувати і до торгових посередників на фінансовому ринку. По-перше, скорочення витрат торговими посередниками відбувається також поряд із фінансовими посередниками з огляду на спеціалізацію та уніфікацію діяльності, а концентрація фінансових, трудових і матеріальних ресурсів дозволяє їм забезпечити економію від масштабу при проведенні операцій і надання послуг. По-друге, за допомогою вказаного виду посередництва також вирішується проблема асиметричності інформації при здійсненні операцій з фінансовими інструментами. По-третє, так само, як і фінансові посередники, вони сприяють становленню більш ефективної та динамічної економіки.

Торгові посередники на фінансовому ринку можуть розглядатися з позиції макро- та мікроекономічних аспектів. З точки зору макроекономіки, ці інфраструктурні суб'єкти забезпечують фінансовими ресурсами споживачів капіталу з одного боку, а інвесторів – фінансовими інструментами, купуючи і продаючи їх від свого імені і за свій рахунок – з іншого. З мікроекономічних позицій посередник зводить продавця і покупця фінансових інструментів, діючи за їх дорученням та за їх рахунок, і отримуючи за ці послуги винагороду [50].

Здійснюючи свою діяльність, торгові посередники несуть певні витрати (трансакційні) у своїй діяльності. Аналізуючи західну економічну літературу, можна зробити висновок про те, що ніякої загальноприйнятої класифікації трансакційних витрат не існує. Однак доцільно виділити п'ять класів витрат, з приводу віднесення яких до трансакційних витрат позиції західних економістів істотно не розрізняються: витрати пошуку інформації; витрати ведення переговорів; витрати вимірювання; витрати специфікації і захисту прав власності; витрати опортуністичної поведінки.

Трансакційні витрати необхідно відрізнити від трансформаційних (виробничих витрат).

З перших років існування фінансового ринку в Україні режим регулювання торгових посередників був і залишається одним із

найліберальніших у світі. Він характеризується відносно низькими вимогами до стартових умов виходу нових суб'єктів на ринок, повною відсутністю обмежень щодо участі нерезидентів у капіталі брокерів, відносним лібералізмом в частині офшорного бізнесу, відсутністю будь-яких вимог та стандартів до брокерів та їх персоналу при наданні послуг з інвестиційного консультування.

Особливістю брокерського бізнесу на фінансовому ринку в Україні є саме обмеженість числа клієнтів та порівняно низький рівень концентрації бізнесу. Крім того, ми маємо відсутність явної спеціалізації компаній за напрямками брокерських послуг. Натомість для сучасного етапу розвитку вітчизняного фондового ринку характерна універсалізація послуг торгового посередництва.

Враховуючи те, що на ринку провідне місце займають саме брокерські компанії, то потрібно відмітити, що на вітчизняному фінансовому ринку склалася більш-менш працездатна і ефективна система брокерського обслуговування, учасників якої можна умовно розділити на 4 типи:

- провідні брокерські компанії, що займають верхні рядки по оборотах на основних вітчизняних торгових майданчиках;
- банки, які в лінійці своїх продуктів послідовно розвивають або хоча б підтримують брокерське обслуговування;
- компанії, що фактично орієнтовані на власні бізнес-стратегії на фондовому ринку (дилерські операції) і пропонують супутні брокерські продукти;
- невеликі регіональні компанії, що працюють зі своєю сформованою клієнтською базою, виконуючи в більшості випадків тимчасові накази клієнтів.

Як бачимо, не останню роль у розвитку брокерського бізнесу відіграють банки, які все більше та активніше залучаються і до операцій на фондовому ринку, включаючи брокерські послуги. У той же час небанківські брокери все частіше створюють фінансові холдинги, що включають банки, страхові

організації та інших посередників. Більшість існуючих фондових брокерів пропонують клієнтам інвестиційно-банківські послуги. На сьогоднішній день практично немає відмінностей у діяльності між інтернет-брокерами та брокерами, що надають повний спектр послуг клієнтам. Види діяльності, що ними здійснюються, є взаємодоповнюючими та носять універсальний характер.

Вичерпання традиційних методів конкуренції на ринку послуг онлайн-брокерів у вигляді зниження брокерської комісії і надання пільгових умов маржинального кредитування неминуче вестиме до зростання концентрації брокерського бізнесу. Прагнення до підвищення конкурентоспроможності та збільшення клієнтської бази, насамперед за рахунок регіональних клієнтів, повинно вплинути на трансформацію моделі брокерського бізнесу: від переважання безлічі дрібних брокерських компаній до формування відносно великих організацій з розгорнутою філіальною мережею в регіонах.

Ведення брокерського бізнесу може характеризуватися ефективністю тільки при наявності постійних клієнтів тоді, коли брокери знають досконало не тільки їх фінансовий стан, але й можуть прогнозувати майбутню діяльність. Тривала співпраця з клієнтом дозволяє отримувати від нього замовлення на купівлю-продаж за ринковими цінами, що дає значні переваги в порівнянні з лімітованими замовленнями, в яких чітко визначається рівень цін. Це можуть бути цінові обмеження або фіксація конкретних цін протягом біржового дня, а саме: ціна закриття, мінімальна ціна дня для покупки або максимальна ціна дня для продажу і т.д.

Для того, щоб успішно здійснювати свою діяльність на фондовому ринку, брокерська компанія повинна:

- визначити оптимальний рівень грошових коштів для початку функціонування, шляхи їх повернення та джерела поповнення;
- визначити асортимент фінансових інструментів та біржі, на яких може здійснюватися результативна торгівля;
- провести маркетингове дослідження власних можливостей на ринку;

- постійно проводити моніторинг ринку, вміти прогнозувати цінові тренди;
- затвердити перелік питань, по яких можна кваліфіковано проводити консультаційну роботу і розміри плати за надання такого виду послуг.

Основними користувачами послуг інфраструктурних посередників є індивідуальні та інституційні інвестори, а також емітенти. До перших відносять як фізичних осіб, що розміщують на ринку свої заощадження, так і компанії, що інвестують тимчасово вільні кошти в різноманітні фінансові інструменти. Другу групу представляють різного роду фонди, банки, фінансові компанії і т. д., тобто так звані фінансові посередники. Необхідно враховувати, що в більшості випадків посередник отримує дохід у вигляді певного відсотка від суми операцій або фіксованої ставки за операцію, і йому більш вигідний активний клієнт, що здійснює більше операцій з меншим обсягом інвестиційних ресурсів, ніж навпаки [346].

Якщо брати до уваги загальний попит на послуги торгових посередників, то він являє собою сукупність попиту з боку інституціональних та індивідуальних інвесторів. Необхідність інвестування заощаджень в певні фінансові активи, що дозволяють не тільки зберегти, а і примножити заощадження, призводить до збільшення попиту останніми на такі послуги. Крім того, збільшення попиту на послуги посередників залежить від законодавчих особливостей ринку тієї чи іншої країни, національного характеру фізичних осіб (схильність до ризику), а також від розвинутості його інфраструктури.

Залежність попиту індивідуальних та інституційних інвесторів на послуги посередників від їх вартості представляє криві різної похилості. Крива попиту індивідуальних інвесторів має більш слабкий негативний нахил, в порівнянні із кривою інституційних інвесторів, але в обох випадках при досягненні визначеного рівня ціни вони стають прямими лініями. Більш активні індивідуальні інвестори, що частіше здійснюють операції, володіють більшою частиною заощаджень із збільшеним ризиком. Вкладення з меншим

ризиком переважають у менш активних інвесторів. Такі інвестори висувають високі вимоги щодо розмірів винагороди посередника і володіють найбільшою чутливістю до цього параметра.

У графічному вигляді попит індивідуальних інвесторів на послуги торгових посередників можна представити як взаємозалежність ціни послуг (P) – ставки комісійної винагороди брокера – та кількості отриманих послуг (Q) (рис. 3.6).

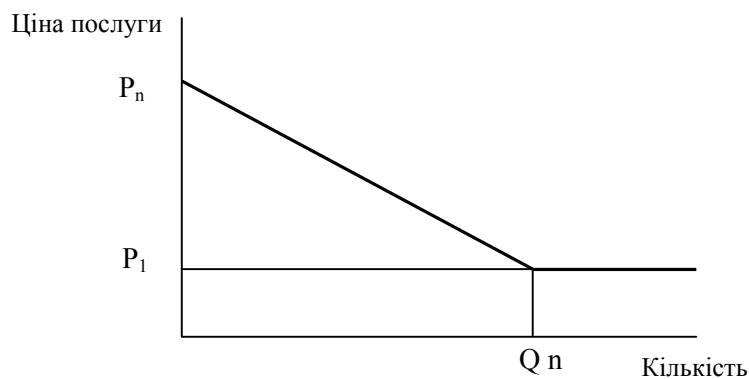


Рисунок 3.6 – Крива попиту індивідуальних інвесторів на послуги торгових посередників (авторська розробка)

Рисунок 3.6 демонструє нам, що у разі зростання комісії вище певного рівня (до ціни P_n) попит на послуги посередників впаде практично до нуля, а в міру зниження винагороди він зростає за рахунок збільшення активності інвесторів, які при більш високому рівні винагороди бажають утриматися від зайвих операцій. В той же час, посередники не можуть встановити ціну своїх послуг нижче ціни P_1 . Адже їх діяльність не передбачає працювати безприбутково. Така мінімальна ціна на надані послуги може встановлюватися або постійним клієнтам, або за наявності виконання одноразово значної кількості угод із фінансовими інструментами.

Інституційні інвестори пред'являють дещо інші вимоги до брокерів. Для цього типу інвесторів важливіше невеликий стабільний дохід у довгостроковому періоді, а не швидкий прибуток від спекулятивних операцій

на ринку фінансових інструментів, тому кількість операцій по відношенню до розміру активів нижче, ніж для приватних інвесторів. Звичайно, що і розміри активів у цього типу інвесторів незрівнянно вище при тому, що чутливість до розміру винагороди посередника тут істотно нижче, оскільки активність не така висока.

Рисунок 3.7 демонструє криву попиту інституційних інвесторів на послуги інфраструктурних посередників.

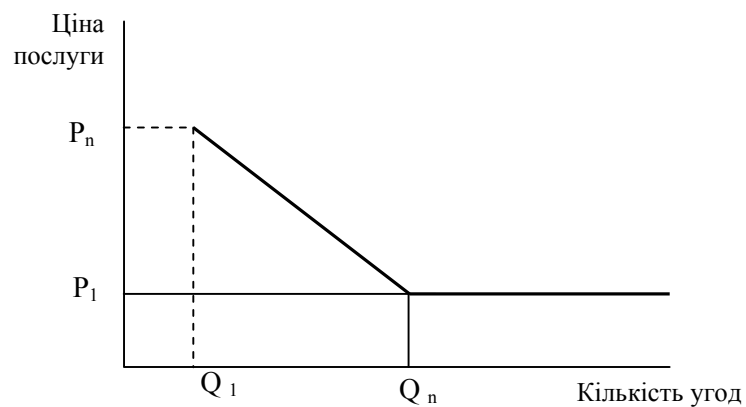


Рисунок 3.7 – Крива попиту інституційних інвесторів на послуги торгових посередників (авторська розробка)

Більш крута крива попиту на послуги посередників з боку інституційних інвесторів пояснюється жорсткою необхідністю здійснювати певний обсяг операцій незалежно від їх вартості. Однак при збільшенні винагороди посередника до певного рівня в інституціональних інвесторів проявляється одна особливість – вони починають замислюватися про створення брокерського підрозділу у своїй структурі, і попит на послуги різко обмежується.

Графічне відображення сукупного попиту, то обсяг попиту Q_n буде забезпечуватися переважно інституційними інвесторами, і тільки після того, як ціни опускаються нижче певного порогу, на ринок приходять приватні інвестори і послуга стає масовою.

На вітчизняному фінансовому ринку брокерських послуг існування двох ділянок кривої попиту на послуги брокерів з різним ступенем еластичності підтверджує розвиток таких послуг за останні роки. Так, діяльність торгових посередників на початку 90-х рр. ХХ ст. була неоднозначною та не мала масового характеру. Активність індивідуальних інвесторів була майже нульовою. Згодом, у міру приходу на ринок електронних брокерів точка рівноваги перемістилася на більш пологий відрізок кривої попиту, і обороти за рахунок приходу на фондовий ринок приватних інвесторів виросли багаторазово.

Необхідність у великій кількості високооплачуваних працівників, як правило, визначає високу вартість посередницьких послуг універсального брокера, крім того, наймання додаткових співробітників буде обходитися брокеру ще дорожче. Саме з цієї причини крива пропозиції послуг на ринку (суцільна лінія), де переважають універсальні брокери, має висхідний нахил як у довгостроковому, так і в короткостроковому періоді (рис. 3.8).

Говорячи про послуги традиційних та електронних (дисконтних) брокерів, потрібно відмітити, що на рисунку 3.8 крива пропозиції дисконтного брокера показана пунктирною лінією.

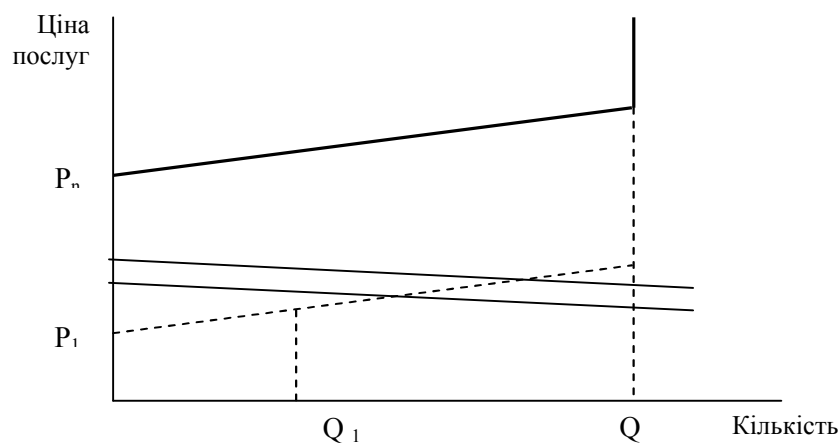


Рисунок 3.8 – Крива пропозиції послуг традиційними та електронними брокерами (узагальнено на основі [346])

Перетин з віссю ординат значно вище нульової позначки обумовлений необхідністю високих початкових капіталовкладень, які неможливі при низькій рентабельності бізнесу. Крім того, в короткостроковому періоді пропозиція має обмеження за обсягом (Q_n), оскільки важко найняти додаткову робочу силу із відповідними кваліфікаційними навиками і забезпечити зростання пропускну здатності інформаційних каналів [346].

Відсутність такого обмеження можлива лише у довгостроковому періоді. Враховуючи те, що собівартість наданих послуг дисконтних брокерів істотно нижче, використання бізнес-моделі дисконтного брокера дозволило змістити вниз криву пропозиції посередницьких послуг. Значне скорочення нахилу кривої зумовлене тим, що найняти більш кваліфікований персонал набагато складніше. При вході на ринок початкові капіталовкладення невисокі, тому точка перетину з віссю ординат в даній моделі також буде нижче.

Стан ринку, коли на ньому домінуючу роль відіграють універсальні брокерські компанії, криві попиту та пропозиції перетинаються на відрізку кривої попиту, де переважають інституційні інвестори, які за своєю природою можуть дозволити собі отримувати послуги посередників за більш високу винагороду. Поява на ринку електронних брокерів призводить до зміщення точки рівноваги на відрізок кривої попиту, де переважають приватні інвестори. Така точка рівноваги характеризує наявність більшого обсягу операцій і більш низьких цін на послуги на ринку посередників. В той же час досить різкого зростання обсягів операцій в даній моделі не відбувається.

Такий теоретичний підхід повністю відповідає існуючій ситуації на ринку, адже простого зниження комісійної винагороди традиційними брокерами виявилось недостатньо для нарощування оборотів, тому необхідно було принципово змінювати підхід до обслуговування клієнтів. Саме поява

електронних брокерів із застосуванням нових технологій в торгівлі дали змогу вирішити дану проблему.

З урахуванням існуючої переваги електронних брокерів крива пропозиції отримала вигляд горизонтальної лінії, і точка рівноваги на ринку змістилася в положення Q_n , як показано на рисунку 3.9.

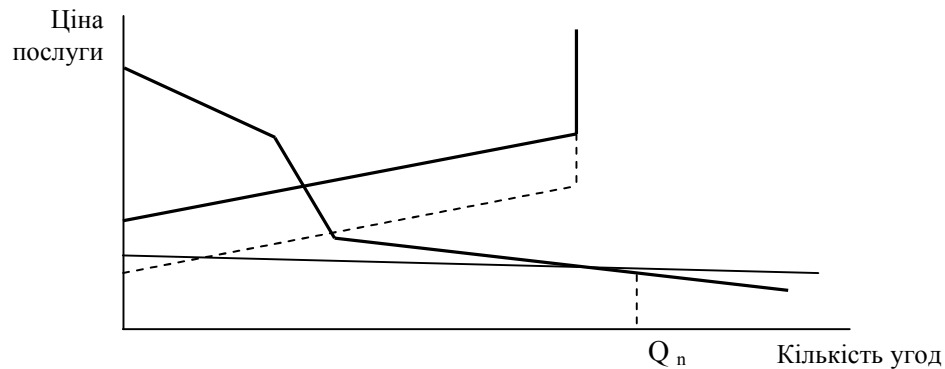


Рисунок 3.9 – Рівновага на ринку посередницьких послуг після появи електронних брокерів (узагальнено на основі [346])

Результатом такої ситуації стало різке зростання обсягів операцій, більш того, як впливає з даної моделі, у міру зниження витрат брокерськими компаніями, обумовленого зниженням вартості обладнання та інформаційних каналів, обсяг операцій повинен рости дуже швидкими темпами, що пояснюється високою чутливістю попиту на послуги до ціни на цій ділянці кривої.

Говорячи про практичні аспекти діяльності інфраструктурних посередників, потрібно відмітити, що основною характеристикою діяльності торговців цінними паперами є поняття їх ліквідності, яке згідно з Положенням “Про розрахунок показників ліквідності, що обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку” (Рішення ДКЦПФР від 27.12.2007 № 2381) [236] визначається як співвідношення загальної суми договорів (укладених, але не виконаних на день розрахунку – відкрита позиція) до розміру статутного капіталу торговців. Тобто, виходячи з даного документа, обсяг операцій інфраструктурних посередників фондового ринку,

що дозволяється здійснити, залежатиме від розміру їхнього статутного капіталу.

Поряд з вимогами до показників ліквідності торговців цінними паперами існують вимоги і до показників капіталу та інвестування (додаток Л).

Взагалі наявність достатнього капіталу є важливим показником і в абсолютному вимірі і по відношенню до ризиків, що зазнає компанія. По суті, достатність капіталу – це концепція “маржі безпеки”. Тобто, якщо посередник зазнає допустимого ризику, і цей ризик завдає йому збитки, капітал повинен запобігати подібним втратам, що можуть бути спричинені особам, які довірили свої активи. Також виконання цього нормативу дасть змогу компанії задовольнити зобов’язання перед кредиторами третіх осіб.

Як правило, достатність капіталу не призначена для захисту власників компанії від ризиків. Отже, регулювання достатності капіталу повинно включати заходи, які б не дозволили власникам вивести капітал, і тим самим піддати ризику інші групи осіб.

Для торговців цінними паперами, які працюють з коштами та фінансовими інструментами клієнтів і бажають мати прямий доступ до процесів клірингу і розрахунків, слід поетапно застосувати вимоги ЄС до мінімального розміру капіталу, в залежності від розміру їх власних коштів.

Щодо торговців, які не можуть виконати ці вимоги, то регулятор повинен заборонити працювати з коштами та фінансовими інструментами клієнтів та мати прямий доступ до процесів клірингу і розрахунків, обмеживши сферу їх діяльності тими нормами, що передбачені у країнах ЄС. Фактично, такі торговці мають стати уповноваженими брокерами, коштами та активами чийх клієнтів управляють клірингові торговці, які виконують більш високі вимоги щодо достатності капіталу.

Враховуючи те, що ліквідність – одна з найважливіших характеристик ринків капіталу, то саме на ліквідних ринках інвестор може працювати безперервно і при цьому мати незначні трансакційні витрати. Ліквідність

ринку супроводжується такими явищами, як ризик і волатильність (мінливість) ринку. Так, чим нижча ліквідність ринку, тим вищий ризик, і якщо інвестор бажає реалізувати цінні папери, але не має можливості цього зробити, він може опинитися в скрутному становищі. Що стосується волатильності ринку, то в умовах ліквідного ринку цей показник має менше значення, і здійснювати операції на такому ринку простіше. Ліквідність ринку тісно пов'язана з інформацією, яка завжди асиметрична, тобто на ринку є суб'єкти, які володіють більшим обсягом інформації, ніж інші, і навпаки. Зменшення асиметрії інформації приводить до підвищення прозорості ринку, що впливає на ліквідність. Важливу роль у забезпеченні ліквідності ринку відіграє рівень розвинутої інфраструктури ринку і правового поля. Так, ринок, що вимагає від емітентів розкриття інформації, більш ліквідний, ніж той, що інформаційно закритий [308].

Підтримка ліквідності на ринку забезпечується за допомогою діяльності одного із різновидів інфраструктурних посередників – маркет-мейкерів. Тобто взяті зобов'язання маркет-мейкером щодо підтримки двосторонніх котирувань за певними цінними паперами забезпечують саме ліквідність ринку та сприяють згладжуванню інформаційної асиметрії.

Необхідно відмітити те, що інститут маркет-мейкерів є об'єктивною необхідністю повноцінного фондового ринку, який поряд із вищезазначеними проблемами вирішує і низку інших завдань. Вони за допомогою обмежень на спреда сприяють стабілізації ринку, підтримуючи його та згладжуючи різкі коливання цін. При цьому вирішується проблема належного функціонування торгівлі фінансовими інструментами і зацікавлені в цьому практично всі учасники фондового ринку, насамперед емітенти, інвестори та організатори торгівлі. Хоча, незважаючи на те, що до маркет-мейкерів надходять усі заявки на купівлю і продаж цінних паперів, на відміну від брокерів вони не мають жодного зв'язку з інвесторами. В цьому і полягає особливість їх діяльності на ринку.

Особливу зацікавленість у створенні ефективного інституту маркет-мейкерів здатні виявляти емітенти, які повинні чітко розуміти цілі як своєї діяльності, так і посередників.

На основі практичного досвіду та проаналізованого матеріалу можна виділити основні складові успішної діяльності маркет-мейкерів на ринку на основі наданих ними послуг (табл. 3.8).

Таблиця 3.8 – Види послуг та складові успішної діяльності маркет-мейкера

Характеристика видів послуг і складових успішної діяльності		
Види послуг	Підтримка котирувань на купівлю і продаж	
	Підтримка ліквідності акцій	
	Фінансове консультування	
	Проведення презентацій	
	Проведення нових емісій акцій і пошук інвесторів, готових вкласти кошти в акції емітента	
Складові успішної діяльності	Вимоги з боку емітента	Емітент повинен вести політику відвертості по відношенню до своїх акціонерів, адже випадки обмеження прав акціонерів знижують його привабливість
		Реєстроутримувач або зберігач повинен працювати чітко
		Необхідні інформаційна прозорість емітента і прагнення до розкриття інформації про себе
	Вимоги з боку маркет-мейкера	Потрібно мати достатній обсяг фінансових коштів, щоб працювати не тільки із замовленнями інвесторів, але й за власний рахунок
		Правильність вибору емітента для співпраці

Джерело: сформовано автором

З огляду на перспективи розвитку фондового ринку України інститут маркет-мейкерів має важливе значення саме як інфраструктурний елемент. Розвиток їх діяльності сприятиме більш стійкому функціонуванню фондового ринку України в цілому [308].

На ПАТ “Українська біржа” досить активно використовується інститут маркет-мейкерства. Серед лідерів за обсягами торгів – компанії ТОВ “Драгон Капітал”, Sberbank CIB та АТ ІК “Проспект Інвестментс”, які обіймають до 35 % усього річного обороту біржі. Також маркет-мейкером біржі є інвестиційна компанія ЗАТ “Сінком капітал”.

Крім того, необхідно відмітити, що починаючи з квітня 2009 року, в Україні офіційно з’явився ще один новий інфраструктурний суб’єкт посередництва – це інститут первинних дилерів на ринку державних цінних паперів, який був запроваджений КМУ після прийняття Положення про

запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів (Постанова КМУ від 14.04.2009 № 363) [228].

Згідно з цим документом в Україні первинними дилерами є визначені Міністерством фінансів банки, які взяли на себе зобов'язання співпрацювати з міністерством у частині розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в обмін на виключне право участі у розміщеннях облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) та переважне право брати участь в інших операціях, що здійснює Міністерство фінансів з такими облігаціями. Первинними дилерами можуть бути банки, які, зокрема, мають ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами, сплачений статутний капітал, еквівалентний не менше ніж 10 млн євро, а також практичний досвід роботи на ринку облігацій внутрішньої позики (загальний обсяг торгівлі ОВДП не менше 1 млрд грн.).

Інститут первинних дилерів був вперше запроваджений у США в 1960 р. і пізніше поширився у всьому світі. У країнах Центральної і Східної Європи та СНД він стає все популярнішим механізмом і був запроваджений, серед інших країн (табл. 3.9), у Казахстані (в 1994 р.), Угорщині (в 1996 р.), Чеській Республіці (в 1997 р.), Вірменії (в 1999 р.), Польщі (в 2003 р.), Словенії (в 2004 р.) і Литві (в 2005 р.).

Таблиця 3.9 – Кількість первинних дилерів у деяких країнах світу

Країна	Загальна кількість	Іноземні організації
США	22	13
Канада	20	5
Велика Британія	17	13
Франція	19	11
Італія	16	9
Швеція	8	4
Іспанія	18	8
Австрія	28	19
Бельгія	16	13
Ірландія	6	3
Нідерланди	13	10
Португалія	12	8
Фінляндія	10	9
Україна	16	дочірні структури

Джерело: сформовано автором

Відбір первинних дилерів здійснюється Міністерством фінансів, з яким укладається договір про співпрацю.

Згідно з такими договорами первинні дилери зобов'язуються брати участь у розміщенні облігацій внутрішніх державних позик, викуповувати не менше 3 % загального обсягу їх розміщення протягом кожного півріччя, а також здійснювати постійні двосторонні котирування ОВДП шляхом постійного (кожного робочого дня) забезпечення пропозиції іншим первинним дилерам щодо купівлі та продажу переліку ОВДП, погодженого усіма первинними дилерами.

Останнім часом у роздрібному сегменті діяльності інфраструктурних посередників виник новий тренд – консолідація клієнтських баз шляхом переведення клієнтів від невеликих брокерів, які вирішили змінити професійну діяльність через низьку ефективність або підвищення регулятором вимог до їх бізнесу до більш крупних. На ринку відбувається так зване укрупнення бізнесу діяльності з торгівлі фінансовими інструментами [299].

Використання низьких тарифів і рейтингів по нарощуванню клієнтської бази призвело до того, що брокерський бізнес окремо став неефективним. Перераховані показники давали хороші рейтинги всій структурі, але демотивували організацію і позбавляли її націленості на успіх.

Саме після світової фінансової кризи 2008-2010 рр. торговці цінними паперами почали переглядати моделі свого бізнесу. Тепер ефективність стає одним із ключових показників діяльності торгових посередників.

Як ми бачимо, діяльність торгових посередників на фінансовому ринку носить різносторонній характер. На сьогодні небагато компаній здійснюють виключно брокерський бізнес.

Враховуючи те, що в Україні ліцензію торговців цінними паперами майже 47 % мають банківські установи, можна констатувати той факт, що торгові посередники відіграють роль насамперед інфраструктури, що

забезпечує інвестиційно-банківським напрямкам реалізацію завдань або доповнює фінансову лінійку банків ще декількома продуктами.

3.3 Специфіка депозитарної діяльності як облікової складової інфраструктури фінансового ринку

Відсутність у країні прозорої та ефективної системи обліку прав власності на фінансові інструменти є одним із головних вузьких місць інфраструктури вітчизняного фінансового ринку. Такий стан справ не лише спричиняє чимало незручностей його професійним учасникам, а й відвертає багатьох потенційних іноземних та місцевих інвесторів.

Кожний з елементів облікової інфраструктури фінансового ринку має свою специфіку, і його розвиток залежить від вирішення багатьох проблем. Одним із основних видів діяльності суб'єктів даної інфраструктури є депозитарна діяльність. Нормативно-правова і технологічна база учасників депозитарної системи в Україні перебуває в процесі оновлення, багато питань недостатньо регламентовано діючим законодавством, і вони потребують подальшого вдосконалення.

В Україні, як і у всіх інших країнах світу, існує біржовий та позабіржовий ринок. Відмінність вітчизняного фінансового ринку від ринку розвинутих країн в тому, що значна частина угод на вітчизняному ринку укладається поза системою організованої торгівлі. При цьому стан розвитку депозитарних технологій в Україні не дозволяє забезпечити уніфікований та високоякісний рівень депозитарного обслуговування інвесторів саме на позабіржовому ринку. Це знижує рівень довіри до інфраструктури ринку в цілому і призводить, зрештою, до зменшення обсягу коштів, що залучаються в економіку країни [192].

Враховуючи те, що депозитарна система є стрижнем саме фондового ринку, то і дослідження наші відбуватимуться у площині забезпечення депозитарною системою виконання угод з цінними паперами та їх похідними.

Останні десятиріччя на світових фінансових ринках намітилася тенденція до консолідації основних інституцій інфраструктури ринків цінних паперів. Консолідація може відбуватися шляхом вертикальної або горизонтальної інтеграції основних установ інфраструктури.

Світова практика обслуговування фінансових інструментів свідчить про наявність та необхідність єдиної централізованої депозитарної системи, що забезпечує зниження системних ризиків та цілісність системи державного нагляду та контролю на ринку. У світлі загальносвітової тенденції до централізації депозитарних функцій в межах одного органу в країні, потрібно у світі функціонує близько 100 центральних депозитаріїв, що у сукупності обслуговують 95 % світового організованого фінансового ринку, 30 з яких знаходяться на європейському ринку.

Розглядаючи питання облікової інфраструктури фінансового ринку, ми зіштовхнулися з проблемою неоднозначності трактування певних видів послуг та самих назв суб'єктів даної підсистеми вищезазначеної інфраструктури.

Досить часто у законодавстві різних країн та літературних джерелах ми можемо зустріти вживання таких термінів, як “депозитарні послуги” або “кастодіальні послуги”. Відповідно до наданих послуг існують і суб'єкти, яких називають “депозитарії”, “кастодіани”, “зберігачі”.

Потрібно відмітити, що в загальному розумінні ці дефініції означають послуги з відповідального зберігання цінних паперів, які надаються вищезазначеними учасниками ринку. Відповідальне зберігання передбачає відкриття рахунків цінних паперів клієнтам для обліку прав на них, проведення операцій по цих рахунках відповідно до розпоряджень клієнта, зберігання виписок від реєстроутримувачів (депозитаріїв).

Чітке розмежування понять “депозитарні послуги” або “кастодіальні послуги” – притаманне лише американській практиці. В Україні, як і в Росії в законодавчих (нормативних) документах і на практиці набув поширення термін “депозитарна діяльність”. Такий термін використовується і в деяких європейських країнах (наприклад, у Франції).

Взагалі, існують серйозні підстави ототожнювати кастодіальну діяльність з депозитарною, адже кастодіани надають весь спектр послуг, які властиві депозитаріям. Однак сам факт існування терміна “кастодіан” змушує замислитися над відмінностями між депозитарієм і кастодіаном, котрі зумовили появу останніх і не дозволяють поставити знак рівності між ними, незважаючи на наявну схожість цілого ряду істотних рис [345].

Поясненням цьому є декілька аргументів. Перш за все, це деяка існуюча відмінність у наданих послугах. Зарубіжні фахівці, що спеціалізуються на кастодіальних технологіях, виділяють дві групи послуг, що надаються кастодіанами: базові послуги і додаткові послуги (табл. 3.10).

Таблиця 3.10 – Види послуг, що виділяються в кастодіальних технологіях

Базові послуги	Додаткові послуги
Зберігання та облік цінних паперів	Аналіз грошових потоків, пов’язаних з інвестиціями
Розрахунки по цінних паперах у формі “поставка/одержання проти платежу” та “поставка/одержання, вільні від платежу”	Послуги, пов’язані з довірчим управлінням портфелем цінних паперів
Отримання доходів за цінними паперами (дивіденди, відсотки)	Аналіз стану портфеля цінних паперів клієнта
Корпоративні дії (дроблення, консолідація, конвертація і т.д.)	Кредитування цінними паперами
Голосування за дорученням клієнта на загальних зборах акціонерів	Інші інформаційні послуги
Оптимізація оподаткування, консультування, оформлення прав на податкові звільнення та пільги	
Звітність клієнтам про здійснені операції та стан портфеля цінних паперів	
Ведення грошових рахунків, у тому числі валютних і мультивалютних, проведення конверсійних операцій	
Нарахування відсотків на залишки по рахунках, проведення операцій “репо”	

Джерело: узагальнено на основі [345]

З перерахованих у таблиці 3.10 послуг видно, що базові послуги кастодіанів формально нічим не відрізняються від переліку послуг, які надавалися українськими депозитаріями або зберігачами. У вітчизняному законодавчо закріпленому переліку депозитарних послуг таких додаткових послуг, які можуть надаватися депозитаріями в інших країнах, не передбачено. Але ми можемо сказати, що такі додаткові послуги на вітчизняному ринку фактично можуть надаватися банками як депозитарними установами. Адже такі широкі можливості ведення бізнесу на українському фінансовому ринку мають тільки банки, які в більшості випадків мають всі необхідні ліцензії. Світова практика служить тому підтвердженням – кастодіанами є переважно банки. Тим більше, банки, які крім банківської ліцензії, володіють і депозитарною, надають послуги, пов'язані з веденням грошових рахунків своїх клієнтів. Вони мають можливість взаємодіяти з клієнтами по системі SWIFT, і практично саме у банківських депозитаріїв більше шансів перетворитися в найбільших кастодіанів.

З усіх перерахованих вище додаткових послуг, які надаються кастодіанами, більшість депозитаріїв з огляду на причини не можуть повноцінно надати інформаційні послуги. Адже інвестор, який має високодиверсифікований портфель цінних паперів, потребує великого обсягу інформації. Особливо важливим інформаційне забезпечення стає за наявності в портфелі іноземних цінних паперів, що обслуговуються іноземним кастодіаном. Для зниження ризику і своєчасного прийняття рішення відносно володіння цінними паперами він потребує постійного якісного інформування про всі зміни в законодавстві країни емітента, регулюючу діяльність на фондовому ринку, зміни в оподаткуванні, стан місцевого ринку цінних паперів і окремих його сегментів, фінансовий стан емітента, майбутні виплати дивідендів і відсотків, погашення облігацій, зборах акціонерів які готуються та прийнятих на них рішеннях, корпоративних діях запланованих емітентом, а також всі зміни стану рахунку депо інвестора [345].

Отже, конкурентоспроможного і ефективного кастодіана можна охарактеризувати формулою трьох D: Diversity + Diligence + Dedication.

У даному випадку перша складова успішної діяльності кастодіана Diversity – це, перш за все, гнучкість, вміння пристосовуватися, видозмінюватися, розвиватися інтенсивно, випереджати ринок, пропонувати інноваційні продукти.

Наступна – Diligence – це розуміння необхідності забезпечення безпеки клієнтських активів, а бездоганна якість послуг – ключ до успіху. При цьому велика увага приділяється якості систем, контролю, ризикам, діям в рамках законодавства.

І, нарешті, Dedication – це прихильність бізнесу, регіональна підтримка, акцент на клієнтів.

Звідси можна зробити висновок про те, що здійснювати функції кастодіана, виходячи з високих вимог до спектра та якості послуг, що надаються, може далеко не кожен депозитарій. Цим займатись можуть тільки ті установи, які, крім створення сприятливих базових умов, володіють достатніми фінансовими ресурсами, розвинутою інфраструктурою, використовують передові технології фондового ринку, в тому числі інформаційні, оснащені якісною технікою, мають відповідний підготовлений персонал і вибудовану систему відносин з іншими учасниками депозитарної системи.

Отже, можна виділити напрямки діяльності кастодіанів:

- відносини з клієнтами (кожен кастодіан працює на підставі індивідуальних договорів і системи внутрішніх правил, а також підпорядковується нормативним актам, положенням регулюючих органів і стандартам СРО);

- відносини з інфраструктурою фінансового ринку (доступ кастодіанів до послуг, що надаються іншими ланками інфраструктури, створює основу для надання ним самим послуг).

Виходячи з вищесказаного, можна зробити висновок, що кастодіан – це розвинутий депозитарій, який надає широкий спектр високоякісних послуг, що виходить за межі функціональних обов’язків звичайного депозитарію. Саме такі кастодіани потрібні вітчизняному фінансовому ринку.

В результаті глобалізації фінансового ринку інвестори, купуючи цінні папери різних країн різних емітентів – як приватних, так і державних, стали потребувати особливої турботи по збереженню своїх активів, реалізації їх прав як власників високодиверсифікованих портфелів цінних паперів, швидкого, ефективного і надійного переходу прав власності на ці папери, якісного інформаційного забезпечення для прийняття своєчасних, оперативних рішень з управління активами. Все це зумовило появу і розвиток ринку кастодіальних послуг, що привело також до формування системи Global Custody, учасниками якої стали найбільші інститути, що забезпечують діяльність провідних фондових ринків світу. Рейтинг таких інститутів за активами надано в таблиці 3.11.

Таблиця 3.11 – Рейтинг світових кастодіанів за активами на 01.01.2012

Рейтинг	На світовому рівні		На внутрішньому ринку		Транскордонні операції	
	Назва компанії	Активи, млрд дол.	Назва компанії	Активи, млрд дол.	Назва компанії	Активи, млрд дол.
1	BNY Mellon	26600 (55)*	State Street	12219	BNY Mellon	22886 (55)
2	J.P. Morgan	17900	J.P. Morgan	11866	Citi	8260 (6856)
3	State Street	16000	Citi	4340 (3688)	J.P. Morgan	6035
4	Citi	12600 (1544)	BNP Paribas	3905 (2171)	State Street	4681
5	BNP Paribas	5851 (3519)	BNY Mellon	3714	HSBC Securities Services	4027 (1624)
6	HSBC Securities Services	5200 (1624)	Northern Trust	2420	Societe Generale	2903 (2476)
7	Societe Generale	4691 (2816)	SIX Securities Services	2265	Northern Trust	2180
8	Northern Trust	4600	Mitsubishi UFJ Financial Gp	1802	RBC Investor Services	2100 (395)
9	CACEIS	3165 (796)	Societe Generale	1788 (340)	Brown Brothers Harriman	2026 (628)
10	SIX Securities Services	3061	HSBC Securities Services	1173	BNP Paribas	1949 (1348)

* - активи, що знаходилися в субуправлінні

Джерело: узагальнено на основі [384]

Як ми бачимо, рейтинг перших десяти провідних кастодіанів практично залишається незмінним чи то в світовому масштабі, чи на локальному рівні. Більшість світових кастодіанів є інвестиційними банками, які займають провідні позиції по всім видам надання послуг.

Створення глобальної кастодіальної системи та тривала діяльність кастодіанів досить чітко визначили місце кастодіана у структурі учасників фондового ринку. Узагальнюючу схему, де визначено місце кастодіана серед інших учасників фондового ринку, показано на рисунку 3.10.

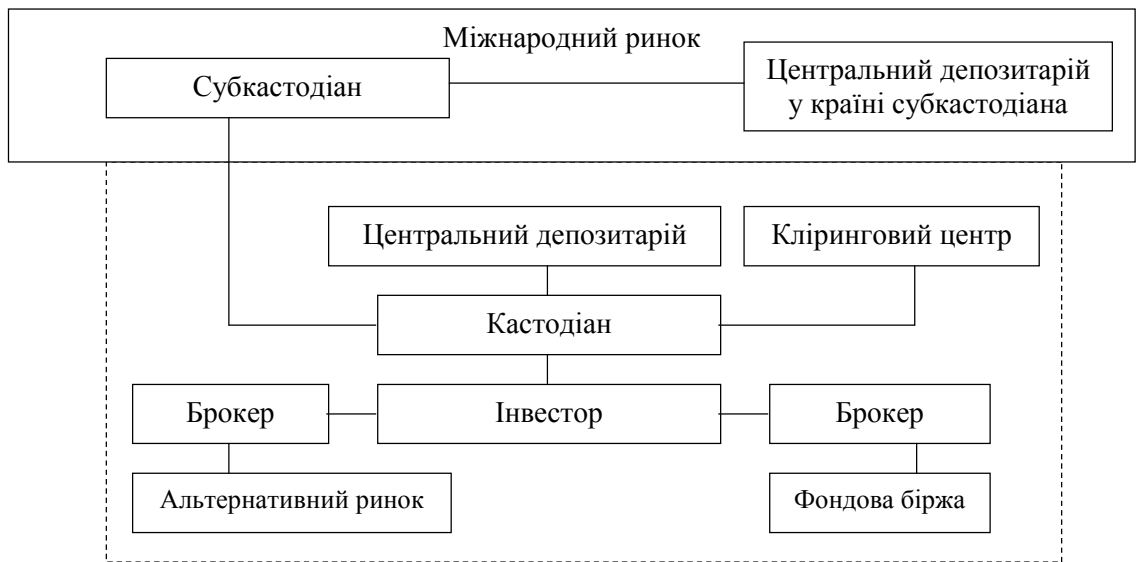


Рисунок 3.10 – Місце кастодіана у структурі учасників фондового ринку (структуровано автором на основі [345])

Як видно зі схеми, кастодіан взаємодіє на ринку цінних паперів з іншими інститутами фондового ринку і не може здійснювати свою діяльність поза системою зв'язку з іншими його елементами. Міжнародна практика показує, що ефективність застосування кастодіальних технологій значною мірою залежить не тільки від якості послуг кастодіана, але і від зовнішнього середовища, в якому він діє, а саме структури фондового ринку, його стану, якості послуг, що надаються іншими учасниками ринку цінних паперів, рівня професіоналізму фахівців, законодавчо-нормативного забезпечення [345].

В умовах нерозвинутого фондового ринку України, за відсутності великих диверсифікованих портфелів цінних паперів і великих обсягів операцій з ними, потреби в депозитарних послугах мінімальні, що і є причиною відсутності в Україні таких суб'єктів ринку, як кастодіани, не тільки в термінологічному значенні, а і в практичній діяльності з виконанням всіх вищеперерахованих послуг.

Отже, як висновок можна відмітити, що послуги депозитарію стандартизовані і не припускають індивідуального підходу до клієнта, а основним завданням кастодіана є надання клієнтові широкого кола (комплексу) персоніфікованих послуг, залежно від його запитів, пов'язаних із забезпеченням збереження прав на цінні папери клієнта і реалізації прав, що ними засвідчуються, а також пов'язаних з виконанням угод з цінними паперами.

Звертаючись до сучасного стану розвитку облікової інфраструктури фінансового ринку в особі інститутів депозитарної системи, потрібно зазначити, що згідно з Законом України “Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” (від 10.12.1997 № 710/97-ВР), вітчизняна депозитарна система на сучасному рівні розвитку характеризується існуванням установ двох рівнів – верхнього та нижнього [234]. Тобто основними учасниками цієї системи є депозитарії (ПАТ «Національний депозитарій України» та ПАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів) – верхній рівень, і зберігачі та реєстратори – нижній рівень.

Також у депозитарній діяльності бере участь і один із державних регуляторів фінансового ринку – НБУ, який здійснює обслуговування обігу державних цінних паперів, у тому числі депозитарну діяльність щодо цих паперів.

На рисунку 3.11 показано взаємозв'язки суб'єктів облікової інфраструктури фінансового ринку з іншими учасниками, що існують на сучасному етапі розвитку фінансового ринку України.

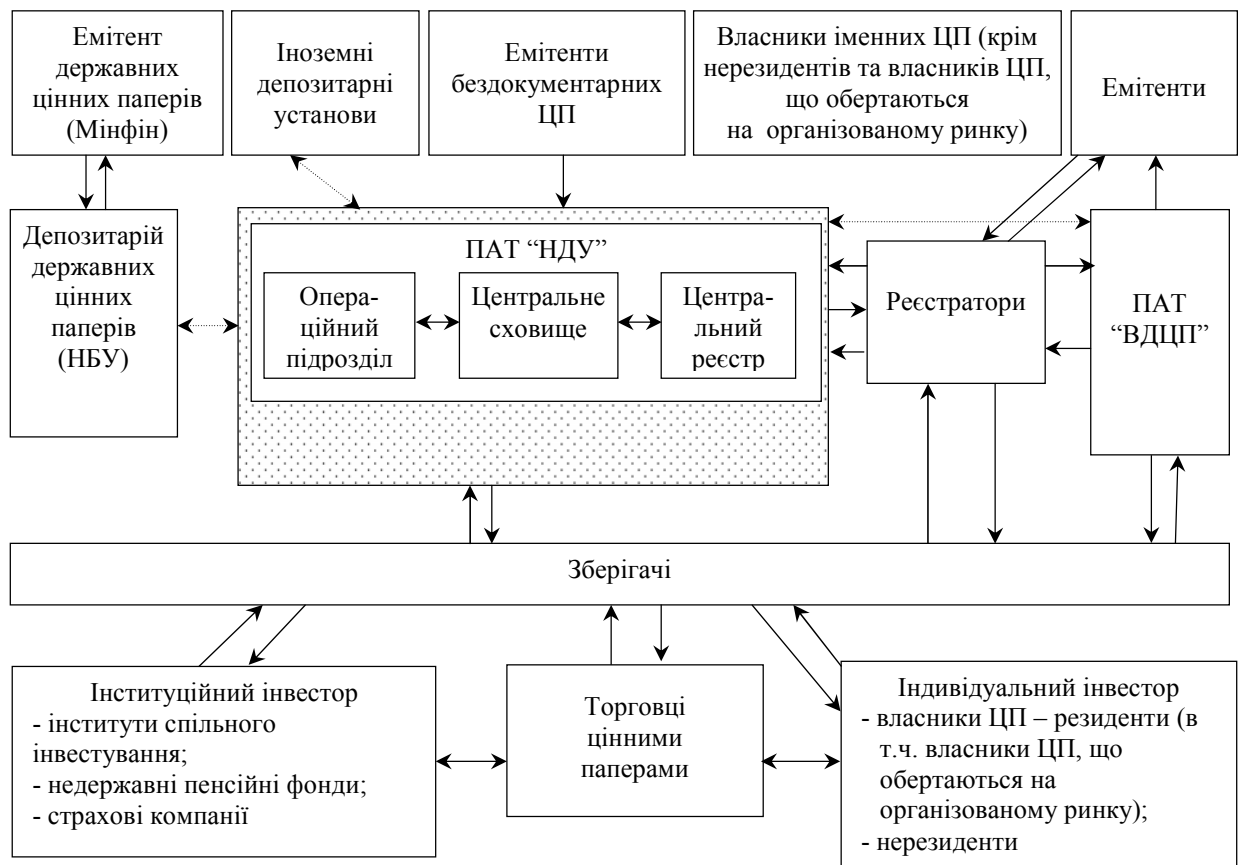


Рисунок 3.11 – Схема взаємодії учасників національної депозитарної системи з іншими суб'єктами ринку (узагальнено на основі [319])

Звичайно, ідеальної моделі розвитку та існування облікової системи фінансового ринку не існує. Кожна країна, враховуючи різноманітні стандарти та національні особливості, має свою модель розвитку облікової системи, або подібну до провідних моделей.

Так, звернемося до сучасної американської та європейської моделей, як прикладів для інших країн у розбудові облікової складової інфраструктури фінансового ринку.

Як бачимо з рисунка 3.12, на фінансовому ринку США здійснюють свою діяльність два торговельні майданчики-лідери: Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE Euronext) та позабіржова торгова система NASDAQ OMX. Всі інші існуючі організатори торгівлі відіграють регіональне значення. Організаторів торгівлі та інших учасників ринку обслуговує клірингова

організація DTCC, яка утворилася шляхом злиття депозитарію і клірингової організації (DTC і NSCC). У результаті вийшла ефективна система, яка є єдиним кліринговим центром для обслуговування біржових угод, єдиним депозитарієм, де сконцентровані всі цінні папери. В управлінні такою організацією беруть участь біржі та інші професійні учасники ринку, що є звичайно позитивним моментом.

Як показує практика, американська модель є найбільш простою (рис. 3.12).

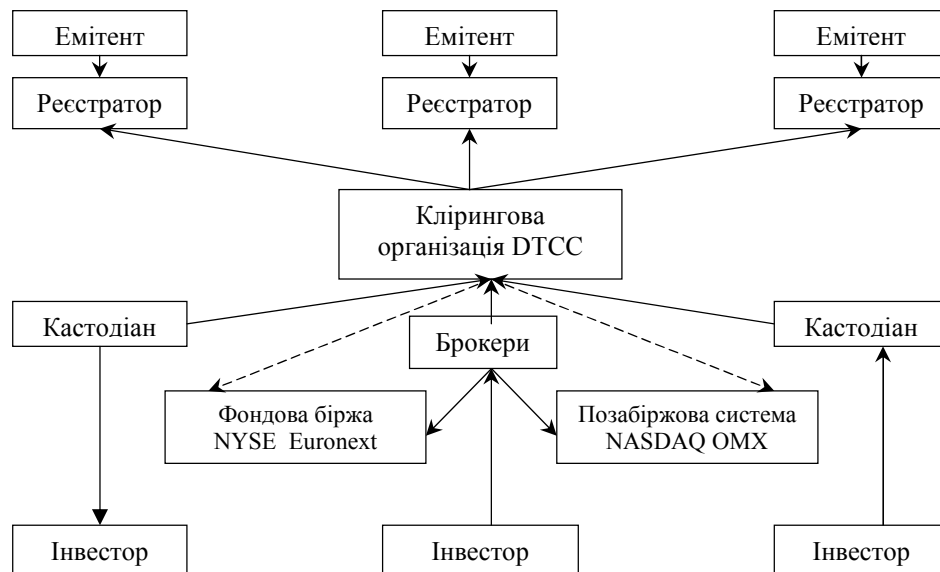


Рисунок 3.12 – Американська модель розвитку облікової системи інфраструктури на сучасному етапі (узагальнено на основі [182])

Складність європейської моделі полягає в тому, що вона розповсюджується на декілька країн, з різними біржами та іншими суб'єктами (рис. 3.13).

Європейська модель в цілому схожа на американську, де діє одна організація, що забезпечує зберігання та розрахунки, кліринг за угодами, укладеними на різних біржах. Але у зв'язку із обширністю ринку, у європейській моделі присутні дві такі організації – Euroclear і Clearstream. Це організації, які свого часу утворилися за рахунок об'єднання клірингових палат фондових бірж та клірингових організацій і на сьогодні обслуговують фондові біржі Європи.

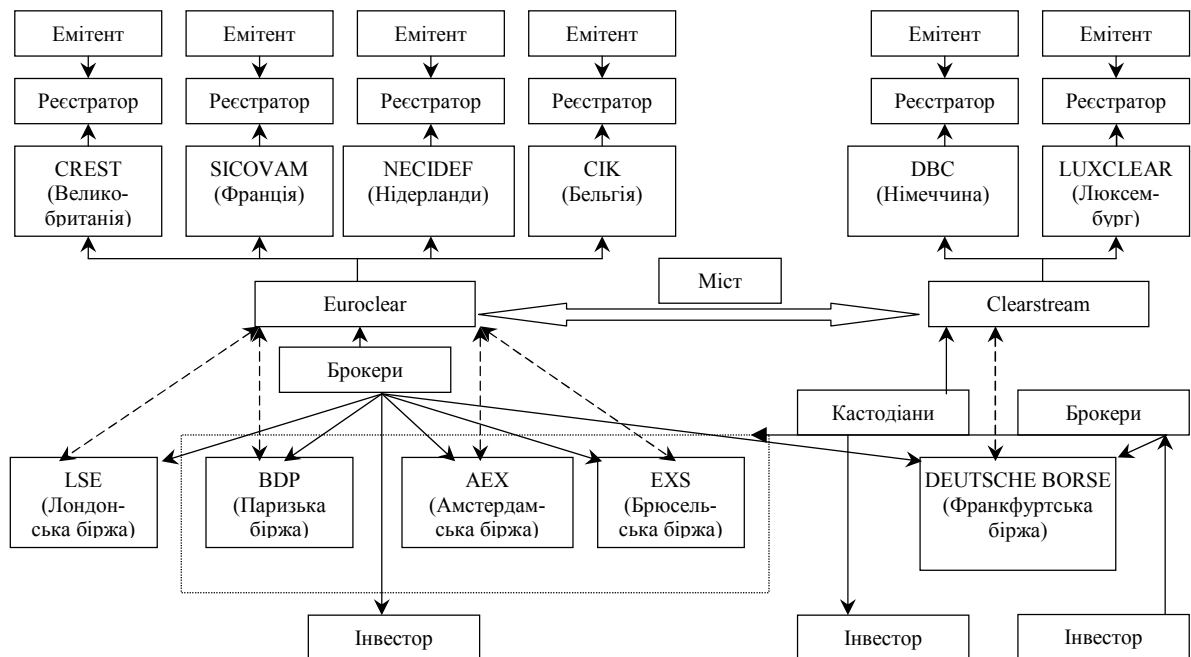


Рисунок 3.13 – Європейська модель розвитку облікової системи інфраструктури на сучасному етапі (узагальнено на основі [182])

У США та Європі рух до такої консолідації було продиктовано виключно потребами учасників ринку в зниженні витрат, підвищенні ефективності системи розрахунків та клірингу, тому ці процеси проходили за ініціативою самих професійних учасників ринку.

У зв'язку з цим однією із найбільших проблем інфраструктури вітчизняного фінансового ринку є питання поділу (дроблення) активів професійних учасників та їх клієнтів між декількома фондовими біржами та все ще існуючими двома розрахунково-кліринговими депозитаріями.

Наше дослідження здійснюється на межі зміни законодавства щодо депозитарної системи. На державному рівні прийнято новий Закон України «Про депозитарну систему» (від 06.07.2012 № 5178-VI) [227]. Згідно даного закону в Україні нарешті передбачається створення єдиного Центрального депозитарію, відповідно до світових економічних стандартів про який говорять ще з початку XXI ст.

Створення такої установи передбачає вирішення наступних задач:

- зниження ризиків на ринку цінних паперів;

- створення ефективної та прозорої системи виконання угод з цінними паперами;
- скорочення витрат професійних учасників ринку, інвесторів та емітентів;
- прискорення строків розрахунків за операціями з цінними паперами;
- прискорення процесу перереєстрації прав власності;
- створення впорядкованої системи розмежування відповідальності на різних етапах виконання угод;
- створення системи колективного страхування діяльності учасників системи [181].

Звичайно, що в створенні та управлінні Центральним депозитарієм зацікавлено багато різноманітних учасників фінансового ринку, серед яких і безпосередньо власники та співробітники, біржі та центральний контрагент, регулятор, Центральний банк, емітенти, інвестори та посередники. Кожен із цих суб'єктів має зацікавленість у належному функціонуванні такої установи, але ступінь їх залучення до процесу управління повинен бути різним.

В таблиці 3.12 вказані вищенаведені зацікавлені сторони, які можуть бути долучені до процесу управління депозитарієм.

Таблиця 3.12 – Участь зацікавлених сторін в управлінні Центральним депозитарієм

Зацікавлена сторона	Участь в управлінні	Пояснення
Власники	Так	Функція контролю являє собою одну із переваг права власності
Співробітники	Так	Присутність на ринку праці, на якому немає професійних спілок
Біржі	Ні	Не можна допустити, щоб біржа-конкурент отримала доступ до послуг
Центральний контрагент	Ні	Не можна допустити, щоб центральний контрагент-конкурент отримав доступ до послуг
Регулятор	Ні	Достатній вплив через контроль
Центральний банк	Ні	Достатній вплив через нагляд
Емітенти	Так	Тільки, якщо Центральний депозитарій функціонує за роздрібною моделлю
Інвестори	Так	Тільки у випадку монополії
Посередники	Так	Великі постачальники бізнесу для монополії

Джерело: узагальнено на основі [187]

Таким чином, не всі зацікавлені сторони повинні бути залучені до процесу управління депозитарієм-монополістом. Сторони, які не наділені правами управління, мають інші можливості впливу, і ці можливості не повинні дублюватися (через управління) і не повинні суперечити іншим положенням.

Досліджуючи питання інфраструктури фінансового ринку, ми дійшли висновку, що більшість суб'єктів інфраструктури є професійними учасниками ринку, а значить їх діяльність є ліцензованою.

Із визначених законодавством видів професійної діяльності на фондовому ринку існує і вид професійної діяльності, що стосується учасників депозитарної системи. Згідно із законодавством таким видом професійної діяльності вважається саме депозитарна діяльність, характеристика якої наведена в додатку М.

Як видно з даного додатку зовсім новими видами діяльності учасників депозитарної системи є діяльність із зберігання активів інститутів спільного інвестування та діяльність із зберігання активів пенсійних фондів.

Отже, як ми бачимо навіть з урахуванням нових законодавчих змін та ініціатив, в Україні, в силу об'єктивних і суб'єктивних причин, на сьогодні відсутні вітчизняні кастодіани з тими функціями, якими вони наділені на світовому рівні. Їх поява можлива тільки через кілька років, за умови превалювання впливу сприятливих чинників. Окрім загальних питань розвитку фінансового ринку та його інфраструктури, найбільш важливими чинниками для формування українських кастодіанів є також підвищення рівня професіоналізму учасників фінансового ринку і в першу чергу фахівців банків, які в перспективі можуть претендувати на статус банку-кастоді. Побудова в Україні повноцінно функціонуючої інфраструктури з її подальшою інтеграцією в Global Custody дозволить задіяти кастодіальні технології для ефективного залучення зі світового ринку значних фінансових ресурсів в українську економіку [345].

Таким чином, існуюча інфраструктура фінансового ринку визначає початкові умови діяльності кастодіанів і утворює основу механізмів їх реалізації, які у великій мірі впливають на характер і вартість послуг, а також на величину ризиків, до яких схильні кастодіани і їхні клієнти. У розвинених країнах законодавчо закріплено використання кастодіанів тільки для інституціональних інвесторів. Це здійснюється з метою підвищення надійності зберігання та обліку прав власності на фінансові інструменти інституційних інвесторів (насамперед, інвестиційних і пенсійних фондів, страхових компаній).

3.4 Значення розрахунково-клірингової діяльності в процесі укладання угод на фінансовому ринку

Стратегія розвитку фінансового ринку України спирається, перш за все, на ідею вдосконалення елементів облікової інфраструктури ринку. Поряд із депозитарною діяльністю до облікової інфраструктури фінансового ринку можна віднести і розрахунково-клірингову діяльність зі своїми складовими – клірингом та безпосередньо розрахунками. Кліринг та розрахунки – це процеси, які відбуваються безпосередньо після укладання угоди і закінчуються остаточним і безповоротним обміном цінними паперами та грошовими коштами між сторонами угоди. Разом з організацією торгівлі та депозитарною діяльністю вони є одними із основних елементів інфраструктури на фінансовому ринку (рис. 3.14).

Наявність надійної та оперативної системи розрахунків забезпечується налагодженими каналами міжсекторіального перетікання ресурсів, що і призводить насамперед, до активності фінансового ринку.

Відзначимо, що такі розрахункові системи є сполучною ланкою всіх видів фінансової та господарської діяльності у сучасній ринковій економіці.

Постановка проблеми створення ефективної системи розрахунків передбачає визначення ролі, місця та специфічних особливостей всіх елементів платіжних систем, уточнення вимог до створюваної системи у сучасних умовах та вибір моделі її організації [114].

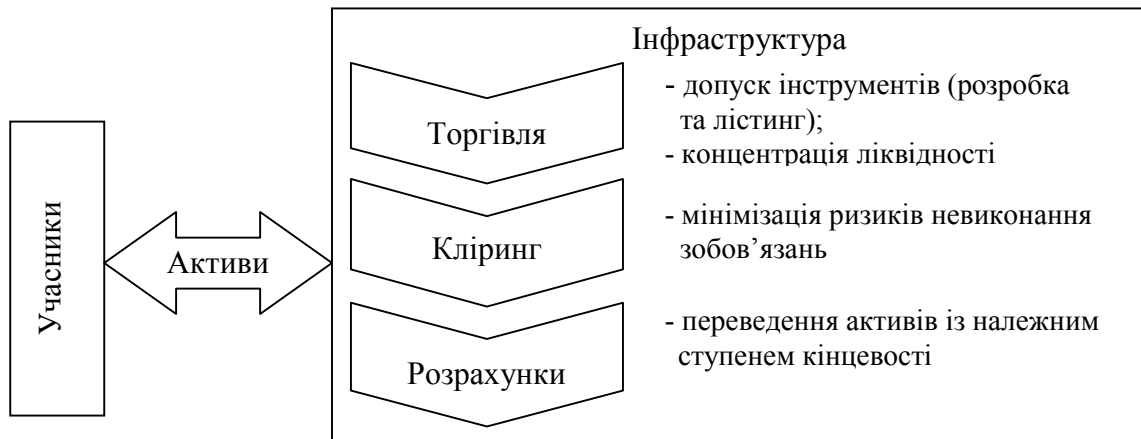


Рисунок 3.14 – Основні елементи інфраструктури укладання угоди на фінансовому ринку (узагальнено на основі [155])

Виконання принципу кінцевості – є одним із ключових завдань розрахунків, тому що вони стають безвідкличними (учасники не можуть відкликати доручення на переказ активів) і безумовними (розрахунки не можуть бути скасовані за ініціативою розрахункової організації або іншої сторони).

Звідси ми маємо дві базові моделі розрахунків (як по коштах, так і з цінних паперів): модель валових розрахунків та модель нетто-розрахунків. Переваги та недоліки цих моделей вказано в таблиці 3.13.

Існуюча консолідація торгових майданчиків вимагає все більше нових підходів до питань клірингових розрахунків і депозитарного обслуговування по цінним паперам. Таким чином, ринок вимагає розвитку принципово нової фінансової інфраструктури та принципово нових фінансових технологій. Ці технології повинні бути простими і зручними, не дуже дорогими, універсальними, розрахованими на всіх учасників вітчизняного фінансового ринку.

Таблиця 3.13 – Характеристика базових моделей розрахунків

Назва моделі	Принцип “кінцевості”	Можливість овердрафтів	Переваги	Недоліки
Валові розрахунки	Перекази за кожним дорученням є зразу кінцевими	Як правило, не допускається (за відсутності належної кількості активів переказ не відбувається)	Невиконання якого-небудь доручення не веде до виникнення системних ризиків	Навантаження на ліквідність учасників
Нетто-розрахунки	Перекази за кожним дорученням стають остаточними лише в кінці розрахункового циклу	Допускається у ході розрахункового циклу. Але в його кінці на рахунку кожного нетто-дебітора повинні знаходитись активи в розмірі, не меншому чистій дебіторській заборгованості	Зниження навантаження на ліквідність у процесі розрахункового циклу	Недолік активів хоча б у одного нетто-дебітора в кінці розрахункового циклу може призвести до системних ризиків (неможливості завершення всіх розрахунків)

Джерело: узагальнено на основі [156]

Наявність сучасних систем клірингу забезпечує можливість для якісного зростання фінансового ринку за рахунок зниження ризиків і транзакційних витрат учасників, підвищення ліквідності та якості ринкового ціноутворення, зростання ефективності використання активів (через гарантійні фонди, забезпечення, запозичення), що в цілому створює умови для більшої стійкості інфраструктури ринку [106].

Використання клірингу, як і будь-якого іншого елемента інфраструктури фінансового ринку, з одного боку, веде до підвищення ефективності функціонування всієї системи (прискорення та здешевлення розрахунків, оптимізації потоків цінних паперів та платежів по ним), але з іншого – існує можливість виникнення системного ризику. Ризик виникає в тому випадку, коли одна або кілька операцій виявляються зірваними (помилки персоналу, інфраструктурні ризики і т. д.).

У загальному розумінні клірингова діяльність – це діяльність з визначення взаємних зобов’язань, що включає збір, звіряння та коригування інформації з операцій з цінними паперами та підготовку документів по ним та їх заліку з поставок цінних паперів і розрахунків за ними.

Тлумачення поняття клірингу в нормативно-правових актах різних країн відбувається по-різному. Так, за даними дослідження, проведеного робочою групою Асоціації центральних депозитаріїв Євразії (АЦДС)

“Кореспондентські відносини”, визначено, що у Грузії поняття клірингу міститься тільки стосовно грошових розрахунків у законі про Національний банк Грузії. В Узбекистані відповідно до Закону “Про ринок цінних паперів” клірингова діяльність поєднана з розрахунковою і називається “розрахунково-клірингова діяльність”.

Там, де існує поняття клірингу, різні його трактування об’єднує функція визначення взаємних зобов’язань та їх заліку. У деяких країнах до клірингу відносять також проведення розрахунків і забезпечення виконання зобов’язань (Азербайджан). В той же час визначення клірингу в нормативно-правових документах деяких країн відсутнє (Білорусь). Однак у правових актах Республіки Білорусь, що регулюють питання отримання ліцензій, клірингова діяльність названа як один із видів професійної та біржової діяльності на ринку цінних паперів [106].

Визначення клірингової діяльності в країнах – учасниках АЦДЄ відповідно до національних нормативно-правових документів представлено в додатку Н.

В узагальненому вигляді можна виділити наступні основні функції клірингу і розрахунків на фінансовому ринку:

- забезпечення процесу реєстрації укладених угод (збір інформації по укладених операціях, її звіряння та коригування за наявності розбіжностей, підтвердження про здійснення угоди);
- облік зареєстрованих угод (за видами ринку, учасниками, термінами виконання і т. д.);
- проведення обчислень за зареєстрованими угодами;
- залік взаємних зобов’язань і платежів учасників ринку;
- організація грошових розрахунків;
- забезпечення поставки активу по укладеній угоді на фінансовому ринку;
- забезпечення гарантії по виконанню укладених угод [163].

Необхідність клірингу та розрахунків впливає із сучасної організації ринкових угод. Кліринг та розрахунки здійснюються або юридично самостійною організацією (кліринговою (розрахунковою) палатою), кліринговим банком, або спеціалізованим структурним підрозділом біржі або депозитарію.

На сучасному етапі розвитку фінансового ринку в Україні ми маємо змішану модель розвитку фінансового ринку, на якому одночасно та з рівними правилами присутні банки, фондові біржі та інші фінансові інститути, яка свій початок взяла саме з банкоцентричної моделі, де вирішальну роль відіграють банки. Тому в більшості випадків у загальному плані розрахунково-клірингова організація – це спеціалізована організація банківського типу, яка здійснює розрахункове обслуговування учасників фінансового ринку.

Якщо питання стосується окремо фондового ринку, то залежно від виду ринку – біржового або позабіржового – пріоритет у здійсненні розрахунково-клірингової діяльності мали депозитарії та біржі. На даний момент часу є законодавчо закріплена ідея створення Розрахункового центру.

У різних національних системах клірингові організації, крім процедури клірингу ринку цінних паперів, здійснюють суміжні етапи здійснення угоди: звірку, виконання функцій депозитарію, організацію грошових розрахунків. Наприклад, міжнародні депозитарно-клірингові організації Clearstream Banking (Люксембург, Німеччина, Франція) та Європейська розрахункова система Euroclear (Бельгія, Франція, Нідерланди) виконують одночасно функції клірингового центру, депозитарію і розрахункової системи [163].

Фондові біржі є основними постачальниками клірингових послуг у таких країнах як Азербайджан, Білорусь та Росія. При цьому в Азербайджані та Білорусі біржі є монополістами даного виду діяльності. У Вірменії, Грузії, Казахстані та Молдові кліринг на фондовому ринку здійснюють центральні депозитарії. В Україні, як відомо, лідером виступає ВДЦП, а на строковому ринку – ПАТ “Українська біржа”.

Для здійснення клірингової діяльності в країнах-учасниках АЦДЕ, за винятком Грузії, Казахстану і Молдови, необхідна спеціальна ліцензія (див. додаток Н). У Грузії клірингова діяльність ліцензується в рамках депозитарної діяльності. У Молдові розрахунково-клірингова діяльність не вважається основним видом професійної діяльності на ринку цінних паперів та віднесена до суміжної діяльності [150].

Існування централізованих розрахунково-клірингових організацій значно полегшує і прискорює процес збору необхідної інформації, проведення торгових операцій та організації розрахунків, значно зменшує потребу в готівкових коштах, дає можливість перейти до автоматизованої розрахункової діяльності. Механізм клірингу і розрахунків гарантує, що в разі, якщо одна зі сторін угоди виявиться не в змозі виконати свої зобов'язання, розрахунково-клірингова структура візьме на себе виконання зазначеного зобов'язання перед іншою стороною по цій фондовій угоді [163].

Отже, головними цілями клірингових організацій є:

- мінімальні витрати по розрахунковому обслуговуванню учасників ринку;
- скорочення часу розрахунку;
- зниження до мінімального рівня всіх видів ризику, які виникають при розрахунку.

Для зниження ризиків невиконання угод з цінними паперами, розрахунково-клірингова організація зобов'язана формувати спеціальні фонди.

Розуміючи роль клірингу у фінансовій системі, його необхідність для обмеження системних ризиків, законодавці і регулятори прагнуть створити адекватний правовий режим для відповідної діяльності (табл. 3.14).

Слід відмітити, що операції клірингу та розрахунків починаються після укладення самої угоди і включають декілька етапів, в яких беруть участь фондові біржі, банки, депозитарії, депозитарні установи і т. д.

Таблиця 3.14 – Правова проблематика клірингу (базові аспекти)

Правовий аспект	Застосування до клірингу
Цивільно-правовий	Юридичне оформлення центрального контрагента і нетінгу. Визначення порядку припинення зобов'язань. Визначення правового статусу засобів гарантійної системи
Неспроможність (банкрутство), виконавче провадження	Збереження коштів гарантійної системи та забезпечення для завершення розрахунків
Регулювання	Визначення та юридичне оформлення клірингової діяльності. Визначення правового статусу клірингових організацій (в т. ч. проблематика суміщення). Ліцензування. Створення умов для транскордонної клірингової діяльності
Оподаткування	Створення адекватного податкового режиму для спеціальних операцій у ході клірингу (перерахування варіаційної маржі, стягнення забезпечення та ін.)

Джерело: узагальнено на основі [156]

Стандартна схема розрахунково-клірингового процесу показана на рисунку 3.15. Нижня частина рисунка демонструє, які організації відповідають за поетапну реалізацію даного процесу і за проведення кожного етапу.

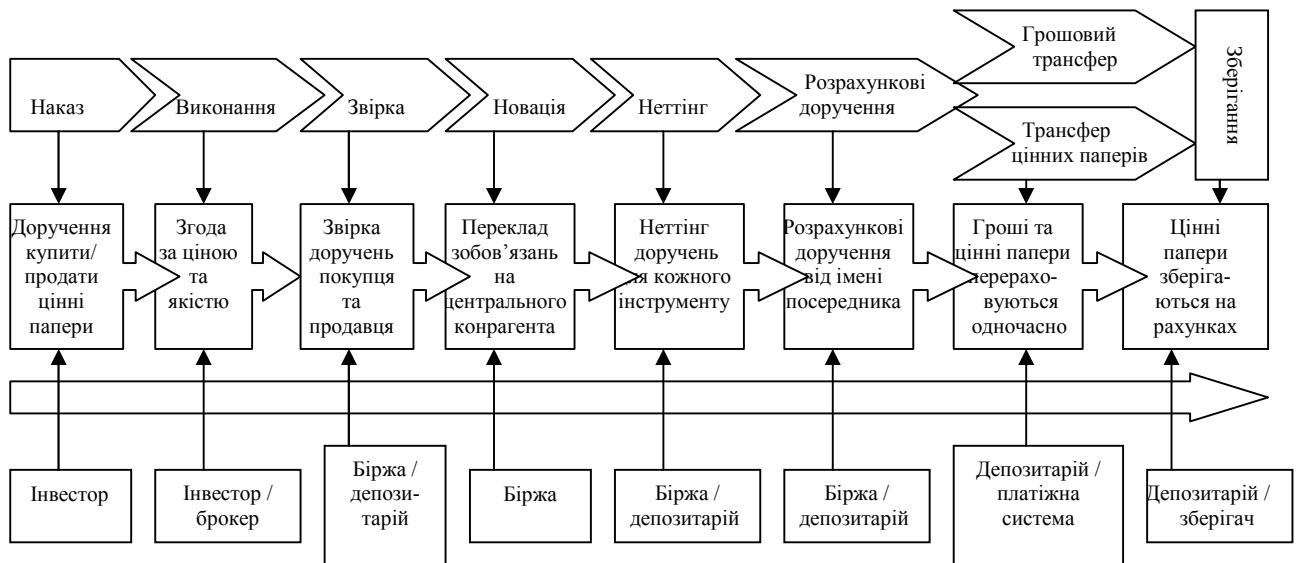


Рисунок 3.15 – Схема бізнес-процесу розрахунково-клірингової діяльності (розроблено автором на основі [150]).

З рисунка 3.15 ми бачимо, що процес клірингу відбувається на 3-6-му кроках. Кліринговий процес має два основні компоненти:

- обробка самої транзакції (включаючи звірку доручень), неттінг (взаємозалік);

- управління контрагентським (кредитним) ризиком – так звана новація (заміна при транзакції однієї сторони угоди іншою за згодою обох сторін) транзакції центральним кліринговим контрагентом.

Після проведення всіх розрахунків угода вважається завершеною. Розрахунки, як правило, здійснюються в рамках депозитарію, а платежі – по платіжній системі. Згідно з міжнародними нормами максимально допустимий термін здійснення розрахунків становить не більше трьох робочих днів. В той же час, за Рекомендаціями Групи 30-ти угоди повинні розраховуватися за методом поставки проти платежу (Delivery versus payment, DVP), коли цінні папери та грошові кошти обмінюються одночасно, адже істотний ризик при виконанні угод щодо цінних паперів виникає в тих випадках, коли угода виконується без методу DVP.

Одночасний обмін активами дозволяє уникнути ризику, пов'язаного зі зміною ціни і з неможливістю діяти відповідно до зобов'язань. Принцип DVP дозволяє усунути вразливість становища однієї сторони, що виникає в результаті затримки поставки або платежу іншою стороною [362].

З точки зору остаточності, пов'язаної з тим, які застосовуються розрахунки – валові або нетто та у відповідності зі Звітом Комітету по платіжним і розрахунковим системам, що функціонує в рамках Банку міжнародних розрахунків розрізняють три моделі клірингу та розрахунків (табл. 3.15).

В цілях мінімізації додаткових (розрахункових) ризиків найкращою уявляється модель 1. Моделі 2 і 3 також допустимі, але бажано, щоб пул платіжних доручень та доручень депо був обмежений дорученнями, сформованими кліринговими організаціями на основі нетто-зобов'язань по операціях на фінансових ринках [155].

Розглядаючи клірингову діяльність як основну при зменшенні ризиків під час виконання угод купівлі-продажу фінансових активів, відмічаємо, що

за своїм генезисом вона пов'язана і має багато точок перетину з такими видами діяльності, як біржова, депозитарна, брокерсько-дилерська та банківська.

Таблиця 3.15 – Характеристика моделей DVP

Модель	Зміст	Коментар	Переваги	Недоліки	Країни учасники АЦДЄ
Модель 1	Виконання доручень на переказ цінних паперів та грошових коштів здійснюється окремо для кожної угоди. При цьому остаточний (безумовний) перехід права власності на цінні папери від продавця покупцеві відбувається одночасно з остаточним переказом коштів від покупця продавцю	Поставка і переказ стають остаточним відразу після їх здійснення. Перевіряється наявність необхідної кількості цінних паперів і грошових коштів на рахунках учасників. Необхідне управління чергою платежів, а також розвиток системи кредитування цінними паперами. Повинен бути налагоджений оперативний обмін інформацією між депозитарієм і банком	Дозволяє депонентам уникнути ризику втрати коштів	Необхідність резервування значного обсягу активів. При відсутності гарної системи управління ліквідністю підвищується ризик невиконання угод	Азербайджан, Грузія, Казахстан, Росія, Узбекистан, Україна
Модель 2	Виконання доручень на переказ цінних паперів окремо для кожної угоди, остаточний перехід права власності на цінні папери від продавця до покупця відбувається протягом усього циклу обробки; перерахування грошових коштів здійснюється з використанням неттінга, остаточний переказ грошей від покупця продавцю відбувається в кінці циклу обробки	Поставки цінних паперів стають остаточними безпосередньо після їх проведення, перекази грошових коштів – по закінченні розрахункового циклу. Модель 2 є єдиною моделлю DVP, де відсутня явна синхронізація між поставками цінних паперів і переведенням грошових коштів	Відсутність необхідності резервування великих грошових сум і підвищення відсотка виконуваних операцій	Великий кредитний ризик продавця. Для управління ризиками необхідна гарантія виконання грошових переказів платіжною системою (гарантії великих банків або Центробанку)	Киргистан, Молдова, Росія
Модель 3	Виконання доручень на переказ цінних паперів та грошових коштів з використання неттінга	Поставки і перекази стають остаточними після закінчення розрахункового циклу за умови того, що можливі і ті й інші	Відсутність ризику втрати основного боргу	Ризик ліквідності; ризик банкрутства гаранта; законодавчі ризики; системний ризик	Вірменія, Білорусь, Росія

Джерело: структуровано автором на основі АЦДЄ [374, 155, 106, 362]

Звідси можна навести основні спільні та відмінні риси даних видів діяльності при зіставленні з кліринговою діяльністю (Додаток П).

На сьогоднішній день як у світі, так і в Україні досить гостро стоїть питання, яке постійно обговорюється професійними учасниками ринку та регуляторами відносно клірингу позабіржових деривативів. Адже ринок цих фінансових деривативів є досить ризиковим, і в більшості випадків він являє собою організаційно оформлений ринок. Тому використання клірингу позабіржових деривативів здійснюється відносно не всіх таких фінансових

інструментів, або частина проектів знаходиться ще на стадії реалізації (табл. 3.16).

Таблиця 3.16 – Сучасна практика здійснення клірингу позабіржових деривативів провідними кліринговими організаціями світу

Клірингова організація	Країна	Позабіржові деривативи					
		свопи		інші інструменти			
		відсоткові	кредитно-дефолтні	валютні	фондові	енергетичні	інші товарні
CME Clearing Europe	Великобританія	=	=	=		=	
CME Group	США	=	+	=		+	+
Eurex Clearing	Німеччина		+		+		
European Commodity Clearing	Німеччина					+	
ICE Clear Europe	Великобританія		+			+	+
ICE Trust U.S.	США		+				
International Derivatives Clearing Group	США	+					
Kansas City Board of Trade	США						+
LCH.Clearnet Ltd.	Великобританія	+		=		+	+
LCH.Clearnet S.A.	Франція		+				
Nasdaq OMX Stockholm	Швеція					+	
New York Portfolio Clearing	США	=					
NYSE Liffe	США				+		+
Options Clearing Corporation	США				=		
Singapore Exchange	Сингапур	=		=		+	+
Tokyo Financial Exchange	Японія	=	=				
Tokyo Stock Exchange	Токіо	=	=				

+ – здійснені проекти; = проекти, що планується реалізувати

Джерело: узагальнено на основі [397]

Поширення централізованого клірингу на позабіржові деривативи не є новою темою для світової індустрії строкового ринку. Головною особливістю сучасного етапу, початок якого пов'язаний з останньою кризою, є ініційований регуляторами принцип обов'язковості клірингу позабіржових деривативів насамперед в цілях запобігання системних ризиків [156].

Адже головною задачею розрахунково-клірингової діяльності при виконанні угод з фінансовими активами на фінансовому ринку є зменшення

існуючих ризиків за рахунок профілактики ризиків, власне їх управління та управління розрахунками. На рисунку 3.16 ми виділили основні компоненти, що входять до цих процесів.



Рисунок 3.16 – Інструментарій клірингової діяльності та управління ризиками (авторське узагальнення)

Практика світового клірингу показує, що наявність клірингової організації, навіть якщо вона позиціонує себе як центральний контрагент, не веде до повного усунення існуючих ризиків, тому що ризики повністю не зникають, а просто перекладаються на клірингову організацію, завданням якої і є скорочення до мінімуму ризиків. Потрібно відзначити, що безпосередній ефект від зниження ризиків характерний тільки для учасників клірингу. А головне завдання інфраструктури ринку полягає якраз у тому, щоб допомогти учасникам ринку досягти більш ефективної діяльності за рахунок зниження витрат, зменшення ризиків та часу проведення операцій і т.д.

Потрібно звернути увагу на ряд основних проблем, що виникають при проведенні розрахунків, зокрема:

- тривалий термін переказу грошових коштів від клієнта брокера на рахунок депозитарію у розрахунковому центрі (НБУ);
- тривалий термін переказу грошових коштів з рахунку депозитарію у розрахунковому банку до клієнта брокера;
- необхідність відображення в обліковій системі депозитарію та депозитарних установ усіх угод, укладених на біржі;
- необхідність забезпечення безперервного моніторингу оплати послуг брокера, біржі та депозитарію протягом терміну виконання розрахунків;
- стовідсоткове резервування всіх активів (цінних паперів та грошових коштів) до дня, що передує укладанню угод;
- забезпечення укладання електронних угод та їх підписання електронним цифровим підписом депозитарію як центру сертифікації ключів.

Ефективним шляхом розв'язання зазначених проблем у розрахунках може бути реєстрація депозитарієм власної платіжної системи, що забезпечить можливість ведення рахунків клієнтів брокерів та самих брокерів, депозитарних установ, та організація доступу до цих рахунків через платіжні картки.

При цьому важливо забезпечити належний рівень ліквідності та платоспроможності платіжної системи шляхом використання грошового рахунку виключно у Національному банку [23].

При цьому дуже важливою є побудова цілісної (яка об'єднує самостійно функціонуючу платіжну систему та систему обліку і розрахунків за цінними паперами та іншими фінансовими інструментами) системи розрахунків за операціями з фінансовими активами, що об'єднує основні інфраструктурні інститути.

Ключова роль в організації системи розрахунків за угодами з фінансовими активами повинна бути відведена створенню комплексу умов, що дозволяють, зокрема, реалізовувати механізм “поставки проти платежу”

як на внутрішньому ринку України, так і при розрахунках за її межами, та інші умови, що діють на розвинутих ринках. Забезпечення таких умов усуває багато причини для того, щоб вітчизняні цінні папери та пов'язані з ними фінансові інструменти були присутні та мали попит за кордоном.

3.5 Особливості діяльності організаторів торгівлі на фінансовому ринку України

Стан фінансового ринку, і особливо його організована торгівля фінансовими інструментами, відіграють важливе значення для стабільного розвитку економіки країни, адже його крах, тобто сильне та стрімке падіння ринкової вартості фінансових інструментів за досить короткий проміжок часу, може викликати застій в економіці за рахунок певних факторів. Як наслідок інвестори досить швидко втрачають власні грошові кошти, скорочуючи своє споживання, при цьому в подальшому отримуючи недовіру до таких вкладень. Також падіння курсової вартості зменшує можливості підприємств акумулювати необхідні їм кошти за рахунок випуску нових фінансових інструментів. Знівелювати такі ризики може саме торгова інфраструктура фінансового ринку.

Елементи торгової складової інфраструктури фінансового ринку є координуючою ланкою всієї вищеназваної інфраструктури. Основними представниками цієї складової виступають організатори торгівлі, які відіграють важливу роль у забезпеченні розвитку національної економіки, адже їх діяльність спрямована на мобілізацію, розподіл і перерозподіл фінансових ресурсів за допомогою організації укладання угод з купівлі-продажу різноманітних фінансових інструментів.

Вітчизняне законодавство визначає діяльність організаторів торгівлі як професійну діяльність, яка згідно з Законом України “Про цінні папери та

фондовий ринок” (від 23.02.2006 № 3480-IV) [238] є діяльністю професійного учасника фондового ринку (організатора торгівлі) із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно попиту і пропозиції, проведення регулярних торгів фінансовими інструментами за встановленими правилами, централізованого укладення і виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі здійснення клірингу та розрахунків за ними, та розв’язання спорів між членами організатора торгівлі.

Основою торгових елементів інфраструктури фінансового ринку виступають торгові системи. На даний момент часу ми маємо два основні тлумачення терміна “торгові системи”. З одного боку, вони розуміються як інфраструктура фондового ринку, тобто біржові чи позабіржові системи, з іншого – як системи-правила, що застосовують при веденні торгівлі або на підставі яких реалізують програми, що самостійно здійснюють торгівлю [215] (рис. 3.17).

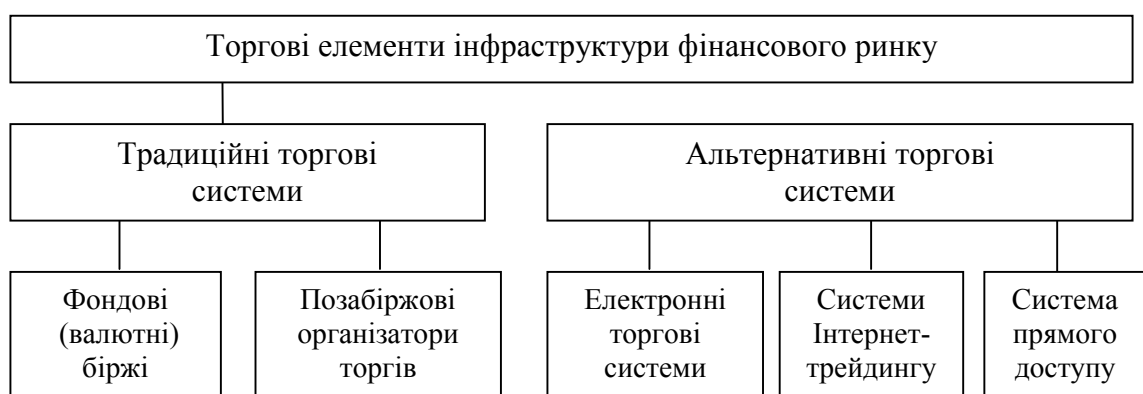


Рисунок 3.17 – Структура торгових елементів інфраструктури фінансового ринку (авторська розробка)

Як інфраструктурний елемент торгова система являє собою сукупність обчислювальних засобів, програмного забезпечення, баз даних, телекомунікаційних пристроїв та іншого устаткування, що забезпечує можливість здійснення угод, а також підтримку, збереження, обробку і

розкриття інформації, необхідної для підготовки та виконання угод з цінними паперами і фінансовими інструментами.

За іншим тлумаченням, торгіву систему визначаєм як низку взаємозалежних правил щодо входу на ринок і виходу з нього. У найпростішому вигляді торгова система є засобом систематизації і спрощення торгівлі на організаторах торгівлі.

Світова практика свідчить про те, що ключове місце серед торгових елементів інфраструктури фінансового ринку займають саме біржі.

Звертаючись до історії розвитку фінансових ринків різних країн світу, потрібно відмітити, що після так званої “великої депресії” багато західних вчених почали вивчати біржу як своєрідний барометр ділової активності в країні, показник ситуації на фондовому ринку і в економіці в цілому. З цього приводу було проведено безліч досліджень залежності між змінами цін на акції та зміною економічної ситуації в країні. Незважаючи на незначні розбіжності в результатах, багато вчених сходяться на думці, що існує пряма залежність між цими величинами.

Тому надзвичайно важливо розуміти питання розвинутості та ефективності функціонування бірж, адже взаємозв’язок їх з економікою країн та світовим співтовариством з роками посилюється.

Враховуючи те, що біржовий ринок у більшості випадків представлений на фондовому ринку, то і факт формування даного ринку відбувався на базі біржових установ. Процес становлення торгової інфраструктури відбувався за рахунок або створення окремих фондових бірж або організації самостійних фондових відділів на існуючих товарних біржах. Біржі, будучи історично найважливішим інститутом торгової інфраструктури, виконують різноманітні завдання:

- створення постійно діючого ринку;
- встановлення цін на фондові активи;
- надання і розповсюдження фінансової інформації про угоди, котирування, фондові індекси, аналітичної інформації про стан ринку;

- розробка правил, технологій і методів роботи на ринку [163].

Організаційна структура фондових бірж відображає виконувані біржами функції. Наприклад, вітчизняна фондова біржа ПАТ “Фондова біржа ПФТС” має наступні комісії та комітети, що входять до структури фондової біржі: Індексна комісія, Бюджетна комісія, Рада з розвитку фондового ринку та Комітет із стратегії розвитку.

Діяльність фондових бірж у вітчизняних реаліях досить сильно відрізняється від стандартів світового ринку, особливо це стосувалося початкового етапу розвитку фінансового ринку. Адже в більшості країн, як початкові регулятори ринків цінних паперів, класичні фондові біржі історично є попередниками органів державного регулювання на ринках капіталу. Фактично, регулювання всієї організованої торгівлі фінансовими інструментами спочатку зосереджувалося в руках бірж. У ситуації фондового ринку України, на перших етапах його розвитку біржі не мали такого статусу у зв’язку із практично повною відсутністю необхідних як фінансових інструментів, так і учасників торгів. Поступово ця тенденція зменшилась і вітчизняні фондові біржі почали виконувати регулюючі функції на ринку. Крім того, фондові біржі є нормативними центрами фондового ринку і реалізація даної функції здійснюється залежно від вибору моделі побудови національного ринку цінних паперів.

Взагалі, біржовий ринок характеризується великими оборотами, які дозволяють створити високоефективну інфраструктуру, і саме перевага фондових бірж серед інших елементів торгової інфраструктури виявляється у зниженні ризиків укладання і виконання угод купівлі-продажу фінансових інструментів. Платою за це є суворі стандартизація угоди, жорсткі обмеження на діяльність учасників ринку, підвищені зобов’язання щодо підтримки ліквідності і надійності.

Тому, намагаючись переконати інвесторів у тому, що вони захищені від зловживань емітентів, фінансові інструменти яких допущені до торгів, фондові біржі впровадили для лістингових компаній стандарти

корпоративного управління. Біржі встановили свої власні положення, що визначають те, як здійснюється процес торгівлі фінансовими інструментами, запропонувавши стандартизовані формати торгових контрактів брокерам і інвесторам.

Дбаючи про можливість отримання зовнішнього фінансування на вигідних умовах для себе, більшість великих емітентів у всьому світі вбачають у біржах головні ворота виходу на фінансовий ринок. Відповідно, їх інтерес у збереженні високого рейтингу біржі як інфраструктурного інституту збігається з суспільною метою економічного зростання.

Отже, організованість біржового ринку, інформаційна прозорість біржового процесу, гарантованість виконання угоди, гласність і відкритість біржових торгів, концентрація тимчасово вільних ресурсів, забезпечення ліквідності ринку, чесне і справедливе ціноутворення є одними з невід'ємних переваг фондової біржі. Однак, незважаючи на явні переваги, фондові біржі відчувають найгострішу конкуренцію з боку позабіржових ринків і альтернативних торговельних систем.

Поряд із біржами, як основними елементами торгової інфраструктури, важливу роль відіграють організатори торгівлі позабіржового ринку. Зазвичай, у сферу позабіржових операцій потрапляє переважна частина первинних розміщень, а також вторинний обіг цінних паперів, які не пройшли лістинг біржових бірж, тобто володіють зниженими інвестиційними якостями. Стимулом до розвитку позабіржового ринку стало зростання обсягу та якісна різноманітність цінних паперів. Організований позабіржовий ринок на одному із найбільших ринків цінних паперів – американському – представлений торговою системою NASDAQ, яка існує з 1971 року, частка якої досить часто за кількістю угод випереджає Нью-Йоркську фондову біржу (NYSE).

Україна в цьому сенсі також мала досить значну частку позабіржового сегмента на організованому ринку. Даний ринок був представлений так званою Позабіржовою фондовою торговельною системою (ПФТС), що і на

даний момент часу є комплексом організаційних, нормативних, програмно-апаратних та технічних рішень, та Південноукраїнською торгово-інформаційною системою (ПТІС). Завдяки перевагам використаного електронного торгово-інформаційного комплексу, а також відносно ліберальним (у порівнянні з фондовими біржами) правилам торгівлі ПФТС у свій час змогла сконцентрувати велику частину організованого ринку цінних паперів. На сьогодні цей організатор торгівлі є біржею, а його торговельна система PFTS NEXT створена на базі провідних біржових технологій NASDAQ OMX та ММББ, що використовуються в більш ніж 50 країнах світу. PFTS NEXT підтримує всі види сучасної електронної торгівлі та повністю адаптована до української законодавчої бази та розрахунково-депозитарної системи.

Саме технологія укладання угод та лістингові вимоги є одними із основних відмінностей біржового та позабіржового організованого ринків. Крім того, розрізняється технологія підтвердження і виконання угод. Якщо угода укладена в біржовій системі, необхідною стадією її виконання є визначення взаємних зобов'язань за результатами торгів, або кліринг. На позабіржовому ринку такі процеси відсутні, кожна угода виконується окремо від інших у повній відповідності з тими параметрами, з якими вона була укладена.

Присутність трейдерів на організаторах торгівлі була обов'язковою умовою. Ці учасники були уповноважені розпоряджатися грошима на відкритому для торгівлі спеціальному рахунку. Трейдери виставляли ордери на купівлю чи продаж цінних паперів або валюти, а брокери задовольняли їхні ордери. У кожного успішного трейдера в процесі роботи формувалася власний підхід до торгівлі і свої погляди, що відображалися на його торгових методах. Отже, торгівля набувала системного характеру. Як тільки стало можливим програмно реалізовувати методи торгівлі, ефективність торгівлі таких трейдерів зросла. Ведення торгівлі із застосуванням комплексу програм вже займає провідні позиції [215].

Існуючі торгові системи можуть бути механічними і автоматичними. Механічна система торгівлі (МТС) – це набір правил, що визначають вхід і вихід з торгівлі. Передбачається, що правильна механічна система торгівлі має характерний і повторюваний набір угод. Якщо спиратися на припущення про те, що ситуації на ринку, які сталися в минулому, існуватимуть і в майбутньому, то механічна система у своїх статистичних межах даватиме очікувані результати. Така система тільки виробляє сигнали на купівлю чи продаж, ведення самої торгівлі вона не здійснює.

Автоматична торгова система (АТС) – торгова система, здатна самостійно відкривати і закривати торгові позиції в реальний момент часу. Основною її відмінністю від механічної торгової системи є наявність механізму, що відповідає за доставку торгового наказу на біржу. Це дає можливість вести торгівлю без особистої участі людини. Іншими словами, здійснювати автоматичне введення ордерів на біржу чи на торгову платформу брокера. Головною перевагою автоматичної торгової системи є її цілісність і самодостатність, тобто вона має закінчений набір програмних та апаратних рішень.

Історія розвитку торгових систем свідчить, що імпульсом до створення АТС в кінці 80-х років ХХ століття став прогрес у розвитку біржових технологій, технічних засобів, багатократне збільшення клієнтської бази та автоматизація взаємовідносин між брокером та клієнтом. Передумовою зміцнення АТС на ринку стала відсутність можливості прямого доступу до ліквідного ринку та висока вартість послуг. Першими, хто почав користуватися АТС, були великі брокерські компанії (або їх групи) та інформаційні агентства. Спочатку АТС були електронними торговими системами, або електронними комунікаційними мережами і створювалися як середовище для обробки та виконання ліміт-ордерів, які не могли бути виконані на біржовому майданчику.

Дещо пізніше, із розвитком Інтернет-технологій, почали використовувати в торгівлі фінансовими інструментами так званий Інтернет-трейдинг.

Інтернет-трейдинг – це технологія, що дозволяє фізичній особі, яка уклала договір з брокером і має доступ до Інтернету, бачити в режимі он-лайн інформацію про хід торгів на біржі і самостійно укласти угоди.

Власне, однією з цілей створення даного ринку і було надання фізичним особам можливості торгувати цінними паперами на фондовій біржі. На сьогодні ступінь проникнення електронної торгівлі в різні ринкові сегменти неоднакова: чим сильніше централізація і вище ліквідність ринку і чим більші вимоги відносно стандартизації цінних паперів та здійснюваних операцій, тим більшого поширення набувають АТС. Тому Інтернет-трейдинг отримав найбільше поширення на ринках високоліквідних акцій та їх похідних інструментів, а торгівля середньо- і низьколіквідними акціями здійснюється через звичайних посередників – брокерів. Що стосується ринків інших цінних паперів, впровадження технологій Інтернет-трейдингу відбувається помітно повільніше, ніж на ринках акцій. Взаємодія АТС з торговим майданчиком брокера через програмне забезпечення показано на рис 3.18.

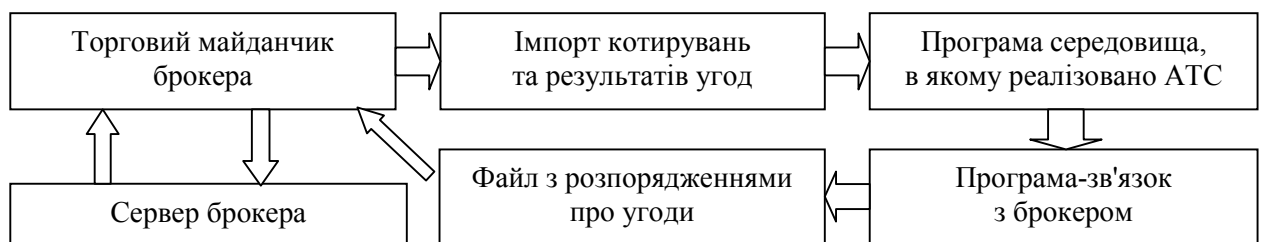


Рисунок 3.18 – Схема взаємодії АТС з торговим майданчиком брокера (узагальнено на основі [215])

Реалізація торгівлі передбачає організацію повноцінної інфраструктури зв'язку клієнта з брокером і підтримку її функціонування відповідно до встановлених правил. Обмін транзакціями у встановленому режимі

стосується операцій, пов'язаних з протоколом роботи каналу зв'язку, інтерфейсом обміну інформацією, відновленням даних і внутрішніх станів системи.

Існує декілька варіантів співвідношення АТС і фінансових інструментів, представлених на ринку для торгівлі. Такі варіанти представлені і О. Побединським у своїй роботі [215].

Для прикладу візьмемо набір АТС: $АТС_1, АТС_2, АТС_3 \dots АТС_n$. Звідси, n – кількість АТС. Кожна АТС може мати кілька наборів параметрів оптимізації – топ-моделей; число топ-моделей для АТС – k . Припустимо, є список потенційних інструментів ринку A : $A_1, A_2, A_3 \dots A_m$. Кількість інструментів ринку – m . Тоді можливі наступні варіанти застосування АТС:

1. Число АТС дорівнює числу інструментів A :

$$\left\{ \begin{array}{l} АТС_1 \rightarrow A_1 \\ АТС_2 \rightarrow A_2 \\ \dots \\ АТС_n \rightarrow A_m \end{array} \right.$$

2. Одна АТС торгує кількома інструментами:

$$АТС_1 \left\{ \begin{array}{l} \rightarrow A_1 \\ \rightarrow A_2 \\ \dots \\ \rightarrow A_m \end{array} \right.$$

3. Число однакових АТС дорівнює k – числу топ-моделей, які оптимізуються, на один інструмент:

$$\left\{ \begin{array}{l} АТС_1^{(1)} \rightarrow A_1, \\ АТС_2^{(2)} \rightarrow A_1, \\ \dots \\ АТС_1^{(k)} \rightarrow A_1. \end{array} \right.$$

4. Кілька різних АТС торгують одним інструментом:

$$\left\{ \begin{array}{l} АТС_1 \rightarrow A_1, \\ АТС_2 \rightarrow A_2, \\ \dots \\ АТС_n \rightarrow A_1. \end{array} \right.$$

5. Комбінація пунктів 1-4.

Розглядаючи дані варіанти, можна відмітити, що перший варіант характеризується простотою оптимізації, надійністю виконання і великою гнучкістю з погляду управління торгівлею. Завдання пошуку і вибору перспективних інструментів ринку і розподілу капіталу зважуються заздалегідь, окремо від АТС, на підготовчому етапі портфельного управління АТС. Наступний варіант має більш складне завдання і виконання. Він має етап попередньої оптимізації, його реалізація містить механізм вибору інструментів, якими торгують, і розподілу частки грошових активів по кожному з них. Варіанти 3 і 4 більш доцільні для здійснення торгівлі протягом робочого дня і при наявності достатнього торгового обсягу. Якщо торгівля відбувається більш тривалий час, то в даному випадку не виконується основне правило диверсифікованості ризиків: торгівля не повинна відбуватися виключно одним фінансовим інструментом при наявності інших ринків та інструментів.

Пошук найбільш перспективних інструментів, ринків і АТС є досить трудомістким процесом, що, як правило, пов'язаний з оптимізацією АТС.

Електронні торгові системи кардинально розширили доступ інвесторів до ринку цінних паперів шляхом усунення багатьох фізичних, вартісних, географічних і тимчасових обмежень. Дозволяючи учасникам здійснювати фінансові трансакції та інвестиції в економіку різних країн світу, використовуючи мінімальні апаратні і програмні ресурси, електронні торгові системи сприяють глобалізації та інтернаціоналізації фінансових ринків. Однак з появою альтернативних торгових систем пов'язані і негативні зміни на ринку: насамперед, це фрагментація ринку, зростання його волатильності, зниження прозорості і ступеня захисту інвесторів [163].

Як висновок, можна відмітити той факт, що з усіх перерахованих вище елементів торгової інфраструктури найбільш оптимальною вважається діяльність фондових бірж з використанням різноманітних торгових систем.

Головними факторами, що визначають розвиток фондових бірж на сучасному етапі, безсумнівно, є зниження вартості послуг бірж, усунення

кордонів і бар'єрів, що перешкоджають конкуренції, реформи управління біржами, нові технології та механізми організації торгівлі.

Підвищений інтерес з боку вітчизняних підприємств та держави до залучення коштів за рахунок випуску цінних паперів, збільшення біржових оборотів із року в рік, роблять вельми актуальною задачу подальшого розвитку інфраструктури ринку. Вирішенню даного питання може допомогти вивчення світових тенденцій у розвитку бірж за останні роки. Аналіз цих тенденцій дозволить сформувати умови інтеграції вітчизняної та зарубіжної біржових інфраструктур.

Діяльність фондових бірж на даний момент часу характеризується наступними основними тенденціями розвитку світової біржової індустрії:

- інтернаціоналізація діяльності бірж;
- наростання процесу злиттів, кооперацій, взаємного доступу, уніфікації правил торгівлі, обміну інформацією у сфері традиційної біржової торгівлі;
- універсалізація діяльності бірж;
- технологізація діяльності бірж і поступове стирання граней між традиційними біржами та електронними торговельними системами.

На сьогодні в Україні ми маємо досить розрізнену біржову інфраструктуру фінансового ринку. Головна задача для нашого ринку полягає в створенні міцної (єдиної) біржової системи, і, відповідно, торгової платформи. Відкритість ринку для багатосторонніх торгових систем може відвернути фондову біржу від ідеї розвитку центру високого ступеня ліквідності, необхідного для підтримки сектора деривативів та економіки країни шляхом створення потужного ринку IPO. Державний регулятор та ринок в цілому не повинні боятися того, що створення єдиної біржі може стимулювати монопольну поведінку об'єднаної біржової системи або дозволить біржі здійснювати дії, що будуть йти в розріз з громадським (державним) інтересом, і які не можуть бути самостійно припинені за допомогою внутрішніх процесів управління. Адже світова практика показує,

що існування саме такого біржового ринку зменшує витрати емітентів та підвищує ліквідність ринку.

Але звичайно, що цього недостатньо для більш ефективної діяльності вітчизняної торгової інфраструктури. Саме організаторам торгівлі потрібно працювати у напрямі виконання наступних основних положень:

- по-перше, якщо біржі збираються конкурувати на світовому ринку, вони повинні запропонувати відповідну технологію, яка характеризується низьким часом процесу укладання угод купівлі-продажу фінансових інструментів;

- по-друге, необхідно залучати іноземних інвесторів, які здатні брати участь у торгах у віддаленому режимі, тому цим інвесторам буде потрібно більше, ніж просто технологія. Вони повинні бути впевнені у правовому обґрунтуванні та нормативному регулюванні, а також у тому, що при бажанні вони можуть без будь-яких заборон вивести свої кошти. В той же час перед тим, як вживати серйозні спроби по залученню приватних інвесторів, необхідне впровадження стійкої інфраструктури, пов'язаної з посередниками і регулятором.

Список зацікавлених осіб в управлінні біржею досить значний, а відтак з їхнього боку повинна бути і турбота про ефективний біржовий механізм. Серед таких осіб можна виділити безпосередньо власників та працівників біржі, державного регулятора та Центральний банк, емітентів та інвесторів, посередників та державу. В таблиці 3.17 вказані зацікавлені сторони, які на законних підставах можуть брати участь у процесі управління біржею.

У більшості випадків держава є емітентом цінних паперів (як правило, через Центральний банк, Міністерство фінансів або інші профільні міністерства), до того ж в країнах, де ще відбуваються приватизаційні процеси, вона виступає в ролі продавця на біржі і, таким чином, відіграє законну роль в процесі управління біржею в цій якості, але не у власне своїй якості, як політичної структури.

Таблиця 3.17 – Участь зацікавлених сторін в управлінні біржею

Зацікавлена сторона	Участь в управлінні	Пояснення
Власники	так	Функція контролю являє собою одну із переваг прав власності
Співробітники	так	Знаходження на ринку праці
Державний регулятор	ні	Достатній вплив через нагляд
Центральний банк	ні	Достатній вплив через нагляд
Емітенти	так	Основний учасник на біржі
Інвестори	так	Основний учасник на біржі
Посередники	так	Основний учасник на біржі
Держава	так	Учасник на біржі в частині продажу пакета акцій приватизованих підприємств

Джерело: узагальнено на основі [187]

При визначенні методів і способів розвитку інфраструктури фінансового ринку слід виходити з того, що бездокументарна форма фінансових інструментів створює правову основу для логічного і послідовного впровадження сучасних електронних технологій на ринку.

Разом із розвитком нових електронних технологій почалася і трансформація організаційної структури фондових бірж. Переважна кількість найбільших світових бірж стали відмовлятися від типового та звичного для них раніше формату – партнерства учасників торгівлі, впровадженого з моменту їх виникнення, і перетворюватися в приватні корпорації. Це явище пояснювалося потребою у залученні капіталу для фінансування інфраструктурних витрат. Поширення електронної торгівлі посилило конкуренцію між біржами як в межах державних кордонів, так і в міжнародному масштабі і також зробило можливою появу альтернативних недорогих майданчиків для укладання угод з фінансовими інструментами.

Фондові біржі тепер можуть впроваджувати стандарти торгів, вступати в альянси або вчиняти злиття з іншими біржами, керуючись комерційними інтересами своїх акціонерів і менеджерів. Тобто в результаті акціонування бірж їх орієнтація міняється від обслуговування інтересів своїх членів, – до обслуговування інтересів своїх акціонерів. Прояв цих процесів у своєрідній формі спостерігається і на вітчизняному фінансовому ринку [199].

Потрібно відмітити, що діяльність фондової біржі напряму залежить від структури управління та структури володіння нею. Як правило, структура управління відображає структуру володіння. Деякі біржі практикують призначення незалежного керівництва фондовою біржею (таблиця 3.18).

Таблиця 3.18 – Структура власності та управління світовими біржами

Країна	Біржа	Володіння	Управління
Розвинені ринки			
Великобританія	LSE	Належить користувачам та приватним інвесторам / Знаходиться в лістингу	В основному незалежне
Франція	Euronext	Знаходиться в лістингу	Незалежна наглядова рада, рада управління із працівників керівного складу
Бельгія			
Нідерланди			
Німеччина	Deutsche Börse	Знаходиться в лістингу	Напівнезалежна наглядова рада, що включає представників співробітників та виконавчу раду
Австрія	VSE	Належить на 50 % банкам та на 50 % емітентам	Напівнезалежна наглядова рада, що включає представників співробітників
Норвегія	Oslo Borse	Знаходиться в лістингу	Напівнезалежна наглядова рада, що включає представників співробітників
США	NYSE	Знаходиться в лістингу	Незалежна рада
	NASDAQ		Напівнезалежна рада
Канада	TSX	Знаходиться в лістингу	Незалежні та виконавчі директори
Швейцарія	SWX	У власності асоціації (54 члени)	Управління здійснюється користувачами
Швеція	Stockholm Börse	Акції вільно обертаються на біржі (в рамках оферти)	Управляється OMX (в рамках оферти)
Італія	Börse Italiana	Належить LSE	Посадження директорів LSE та BI (управляється користувачами)
Іспанія	BME	Знаходиться в лістингу	Управляється користувачами
Ринки, що розвиваються			
Бразилія	BOVESPA	У власності брокерів	Управляється користувачами при сприянні декількох відповідальних працівників керівного складу
Мексика	BMV	У власності брокерів	Напівнезалежна рада
Індія	BSE	У власності брокерів	Напівнезалежна рада
	NSE		Незалежне, плюс 2 відповідальних працівників керівного складу
Китай	Shanghai stock exchange	Держава	Належить державі
Угорщина	BSE	Австрійський консорціум	Наглядова рада та виконавчий комітет із числа користувачів
Польща	WSE	У власності держави та приватних інвесторів	Невелика управляюча рада та велика наглядова рада
ΠΑΡ	JSE	У власності брокерів	Напівнезалежна рада
Росія	Група «Московська біржа» (ПТС-ММББ)	У власності приватних інвесторів	Біржова рада
Україна	ПФТС	У власності Групи «Московська біржа», брокерів та приватних інвесторів	Наглядова рада та рада директорів
	УБ	У власності Групи «Московська біржа», брокерів та приватних інвесторів	Біржова (наглядова рада)

Джерело: узагальнено на основі [187]

Як видно із таблиці 3.18, в наведеному переліку торгових майданчиків відсутні біржі, які повністю підконтрольні державі. Адже біржа – це не що інше, як ринок, на якому не повинно бути авторитарного та повністю підконтрольного державі режиму. Навіть у Польщі є наглядова рада, яка

сильно послаблює будь-який вплив з боку уряду. Більшість бірж управляються або незалежними директорами, або директорами, вибраними із власників (як правило, користувачів).

Як ми уже зазначали, індустрія фондових бірж зазнає певних змін, які розрізняються від країни до країни, від регіону до регіону. Це пов'язано з освоєнням нових ринків, впровадженням нових інструментів, консолідацією та укрупненням організацій інфраструктури, зміною принципів ведення бізнесу. Тому в додатку Р ми можемо побачити порівняння в основах організації діяльності провідних фондових бірж світу та України.

З часів заснування в Україні фондових бірж можна констатувати той факт, що почали відбуватися певні якісні зрушення. Нерозвинутість вітчизняних фондових бірж до цього часу стримував низький економічний розвиток, відсутність надходжень значних іноземних інвестицій, відсутність ефективності перерозподілу коштів в економіці. Крім того, в Україні протягом 15 років утримувалася ситуація, яка характеризувалася повним домінуванням позабіржового організованого ринку, а за всю історію – фінансовий ринок характеризувався величезною перевагою неорганізованого ринку, недостатньою кількістю інвестиційно-привабливих фінансових інструментів, що знаходяться в обігу, та, як наслідок, низькою ліквідністю біржових ринків.

Діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів України здійснюють фондові біржі. Так, станом на 31.12.2011 загальна кількість організаторів торгівлі, яким видано ліцензію на здійснення діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів, становила десять:

1. Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ).
2. Придніпровська фондова біржа (ПФБ).
3. Східно-Європейська фондова біржа (СЄФБ).
4. Українська біржа (УБ).
5. Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ).
6. Українська міжнародна фондова біржа (УМФБ).

7. Українська фондова біржа (УФБ).
8. Фондова біржа “ІННЕКС”.
9. Фондова біржа “Перспектива”.
10. Фондова біржа “ПФТС” (ПФТС).

Дослідивши обсяги торгів на організаторах торгівлі за 2007-2011 рр., можна побачити позитивну динаміку і тенденцію до зростання обсягу торгів, що позитивно позначається на розвитку фондових бірж в Україні.

Незважаючи на певне зростання організованого вітчизняного фондового ринку, потрібно констатувати той факт, що ми досить сильно відстаємо не тільки від провідних торгових майданчиків, а і від організаторів торгівлі країн, що розвиваються. Згідно з класифікацією членів світової федерації бірж (World Federation of Exchanges – WFE) основні фондові біржі світу умовно поділяються на три регіони: фондові біржі Американського регіону, фондові біржі Азійсько-Тихоокеанського регіону та фондові біржі країн Європи, Африки та Середньої Азії. В таблиці 3.19 надані дані стосовно капіталізації ТОП-10 світових фондових бірж та двох вітчизняних торгових майданчиків.

Таблиця 3.19 – Капіталізація найбільших світових та вітчизняних фондових бірж за 2009–2011 рр., млрд дол.

№ пор.	Біржа	2009 р.	2010 р.	2011 р.	Відхилення	
					+/-	%
1	Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE Euronext) (USA)	11 838	13 394	11 796	-42	-0,35
2	Фондова біржа NASDAQ OMX (USA)	3 239	3 889	3 845	606	18,71
3	Токійська фондова біржа (Tokyo Stock Exchange Group)	3 306	3 828	3 325	19	0,58
4	Лондонська фондова біржа (London Stock Exchange Group)	3 454	3 613	3 266	-188	-5,44
5	Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE Euronext) (Europe)	2 869	2 930	2 447	-422	-14,71
6	Шанхайська фондова біржа (Shanghai Stock Exchange)	2 705	2 716	2 357	-348	-12,87
7	Гонконгська фондова біржа (Hong Kong Exchanges)	2 305	2 711	2 258	-47	-2,04
8	Фондова біржа Торонто (TMX Group)	1 677	2 170	1 912	235	14,01
9	Бразильська фондова біржа (BM&FBOVESPA)	1 337	1 546	1 229	-108	-8,08
10	Австралійська фондова біржа (Australian Securities Exchange)	1 597	1 454	1 198	399	-24,98
....	Фондова біржа ПФТС (PFTS)	30	26	17	-13	-43,33
....	Українська біржа (Ukrainian Exchange)	-	40	26	-	-

Джерело: сформовано за даними Світової федерації бірж [396, 410]

За даними, наведеними у даній таблиці, можна зробити висновок, що за період з 2009 по 2011 роки капіталізація найбільших світових та вітчизняних фондових бірж знизилася, окрім фондової біржі NASDAQ OMX Сполучених штатів Америки та TMX Group, що збільшили власну капіталізацію на 606 млрд дол., або на 18,71 % та 235 млрд дол., або на 14,01 % відповідно.

Звичайно, така ситуація сталася через фінансову кризу у світі, інфляційні очікування та погіршення фінансово-економічного стану країн в цілому. Адже зниження фондових індексів відбулося практично на кожній фондовій біржі. Відносно капіталізації вітчизняних бірж, то ми бачимо, що даний показник менший у сотні разів від показників інших бірж світу.

Оцінивши ситуацію, яка існує в торговій складовій інфраструктури фінансового ринку, можна виділити основні чинники, які зумовлюють невисокий ступінь розвитку організаторів торгівлі в Україні:

- відсутність достовірної та повної інформації про рівень капіталізації основних суб'єктів ринку;
- наявність високого ступеня ризику щодо використання накопиченого капіталу в реальному секторі економіки, що обумовлено значною волатильністю і залежністю від зовнішніх фінансових ресурсів фінансового ринку;
- обмеженість фінансових інструментів які використовуються фінансовими посередниками;
- значний ступінь монополізації ринку, що перешкоджає формуванню масового та ліквідного фондового ринку;
- низький рівень інформованості та освіченості населення з питань функціонування фондового ринку. Це призводить до низької активності фізичних осіб на фондовій біржі, всупереч тому, що вони є одним з головних інвесторів у розвинутих країнах;
- високий ступінь тіньової економічної діяльності і політичного втручання;

- невпорядкованість розвитку фондового ринку України в частині відсутності єдиного налагодженого механізму діяльності фондових бірж та об'єднаного біржового простору.

На сьогоднішній день з усіх сегментів фінансового ринку України ми маємо наявність біржової інфраструктури тільки на фондовому ринку. Доступ інвесторів на валютному ринку до торгів існує лише на ринку FOREX, вся інша торгівля валютою, окрім обмінних операцій в банківських установах відбувається на міжбанківському ринку. На рисунку 3.19 схематично зображено взаємозв'язки інвесторів/вкладників, емітентів та інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку.

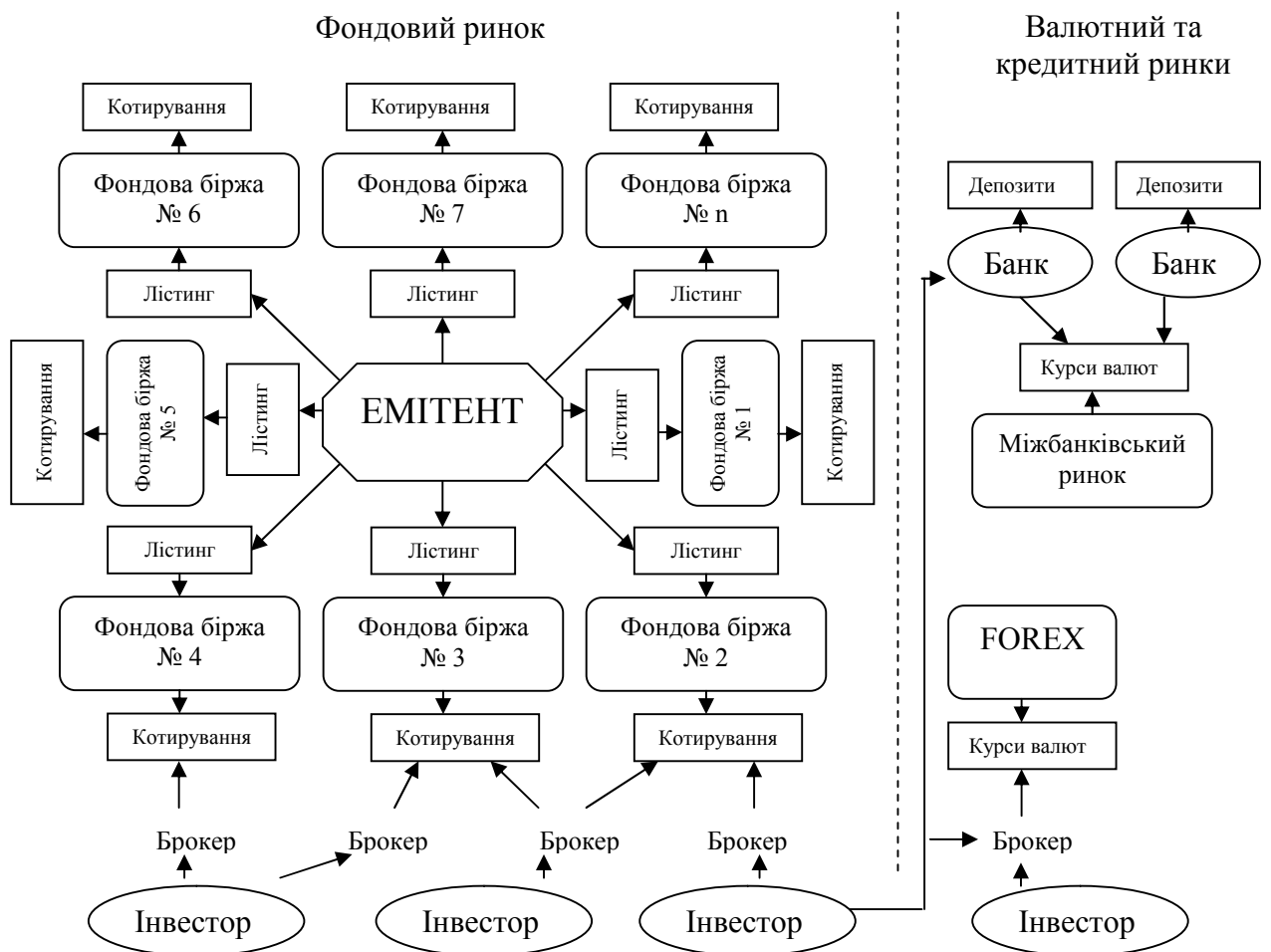


Рисунок 3.19 – Доступ інвесторів до фінансових активів через систему організованого ринку (сформовано автором)

З рисунку 3.19 видно, що ми маємо розрізнену вітчизняну біржову систему фондового ринку. Як емітентам (для того, щоб мати котирування), так і інвесторам (щоб мати доступ до різних видів фінансових інструментів) необхідно звертатися до бірж на які вони бажають потрапити, що в свою чергу несе додаткові витрати. Перш за все, для емітентів витрати на лістинг та підтримку лістингу, а для інвестора підключення до системи торгів або комісійна винагорода брокеру. Тому ці учасники ринку на сьогоднішній день використовують можливості лише однієї, максимум двох бірж, які тим паче знаходяться в м. Києві.

Для покращення ситуації з доступом інвесторів та емітентів до торгівельної інфраструктури фінансового ринку України ми пропонуємо створити єдину біржову систему торгівлі фінансовими активами (рис. 3.20).

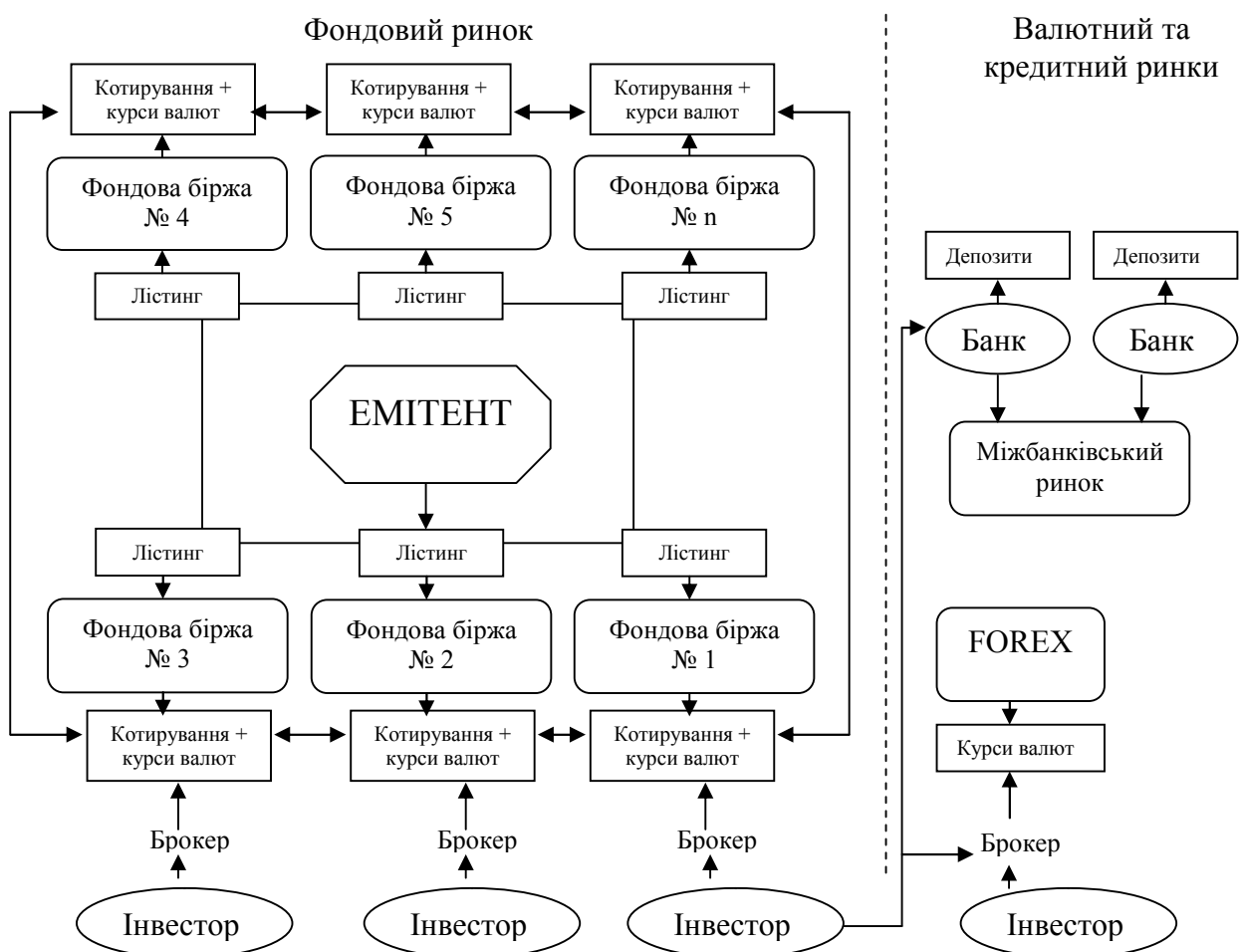


Рисунок 3.20 – Об'єднана система біржової торгівлі фінансовими активами (сформовано автором)

Отже, на рисунку 3.20 можна побачити, що для того щоб цінні папери емітента мали котирування на всіх вітчизняних фондових майданчиках, йому достатньо лише пройти лістинг на одній із фондових бірж. В той же час інвестор може укласти договір лише із одним брокером, який матиме доступ за рахунок об'єднаної системи до всіх бірж. При цьому витрати одних і інших будуть набагато меншими, а кількість операцій збільшиться.

Активні процеси подій, що відбуваються останнім часом на біржовому ринку у всьому світі, сприяють не тільки значному зниженню трансакційних витрат, збільшенню обсягів операцій, але і підвищенню конкурентоспроможності біржових структур і здатності протистояти фінансовим кризам. Багато в чому дані процеси допомагають становленню фондових ринків країн із слаборозвинутою фінансовою інфраструктурою або з невеликою ємністю національного фондового ринку [104].

Крім того, в доповнення до наших пропозицій, потрібно додати, що вирішення проблеми слабого розвитку фондових бірж в Україні потребує розробки державної програми розвитку фондового ринку з урахуванням зарубіжного досвіду і національних особливостей. Основою даної програми повинно бути надання комплексу пропозицій щодо забезпечення інформаційної відкритості, прозорості та забезпеченості біржової діяльності. Налагоджена діяльність фондових бірж дозволяє країнам інтегруватися в міжнародний ринковий простір, вирішувати питання щодо залучення додаткових ресурсів і стимулює загальнонаціональний розвиток країни [79].

На допомогу державним регулюючим органам у вирішенні вищезазначених проблем можуть прийти сучасні методи і способи торгівлі, що проникають практично на кожен ринок. Таке проникнення сучасних інформаційних технологій, що базуються на методах оптимізації і елементах теорії кібернетики, у сферу діяльності професійних учасників ринку цінних паперів призводить до того, що сьогодні все частіше з'являються так звані інформаційні автоматизовані торговельні системи, що ставлять своєю метою забезпечити інвестора (користувача цієї системи) прийнятним рівнем доходності при проведенні операцій на фондовій біржі з її інструментами (як правило, акціями).

Висновки до розділу 3

1. Доведено, що важливими структурними елементами фінансового ринку виступають посередники. Посередництво є професійною діяльністю банківських і небанківських фінансових установ щодо задоволення економічних потреб клієнтів шляхом надання їм фінансових послуг, які пов'язані з отриманням та перерозподілом фінансових активів.

2. В межах банківського посередництва виділено та проаналізовано комплекси традиційних і нетрадиційних фінансових послуг. В той час як перші зумовлюються процесами формування та розміщення банківських ресурсів, а також взаєморозрахунками між клієнтами, другі передбачають захоплення нових ринкових ніш під впливом зростаючої конкуренції, мотивів диверсифікації діяльності тощо.

3. Банки, як інфраструктурні учасники фінансового ринку повинні задовольняти потреби споживачів та постачальників капіталу, обслуговуючих суб'єктів ринку та інших посередників. Сукупний попит на послуги банків та його залежність від тих чи інших критеріїв визначити досить складно. Тим не менше, проранжирувавши їх за рівнем потреб споживачів банківських послуг, в роботі розроблено ієрархію вимог учасників ринку до банків, яка побудована виходячи з існуючих переваг наданих послуг банками та задоволення потреб учасників ринку.

4. З метою оцінки рівня конкуренції на кредитному ринку України розраховано наступні показники: коефіцієнт концентрації, індекс Херфіндаля-Хіршмана, коефіцієнт відносної концентрації, показник інтенсивності конкуренції, які доводять, що рівень концентрації серед банків, кредитних спілок та ломбардів є значно високим.

5. Вирішення проблеми слабого розвитку фондових бірж в Україні потребує розробки державної програми розвитку фондового ринку з урахуванням зарубіжного досвіду і національних особливостей. Основою

даної програми повинно бути надання комплексу пропозицій щодо забезпечення інформаційної відкритості, прозорості та забезпеченості біржової діяльності. Налагоджена діяльність фондових бірж дозволяє країнам інтегруватися в міжнародний ринковий простір, вирішувати питання щодо залучення додаткових ресурсів і стимулює загальнонаціональний розвиток країни.

6. Разом із розвитком нових електронних технологій почалася і трансформація організаційної структури фондових бірж. Переважна кількість найбільших світових бірж стали відмовлятися від типового та звичного для них раніше формату – партнерства учасників торгівлі, впровадженого з моменту їх виникнення, і перетворюватися в приватні корпорації. Це явище пояснювалося потребою у залученні капіталу для фінансування інфраструктурних витрат. Поширення електронної торгівлі посилило конкуренцію між біржами як в межах державних кордонів, так і в міжнародному масштабі і також зробило можливою появу альтернативних недорогих майданчиків для укладання угод з фінансовими інструментами.

7. Ефективним шляхом розв'язання проблем у розрахунках за угодами з фінансовими активами може бути реєстрація депозитарієм власної платіжної системи, що забезпечить можливість ведення рахунків клієнтів брокерів та самих брокерів, депозитарних установ, та організація доступу до цих рахунків через платіжні картки. При цьому важливо забезпечити належний рівень ліквідності та платоспроможності платіжної системи шляхом використання грошового рахунку виключно у Національному банку.

8. На сьогоднішній день з усіх сегментів фінансового ринку України ми маємо наявність біржової інфраструктури тільки на фондовому ринку. Доступ інвесторів на валютному ринку до торгів існує лише на ринку FOREX, вся інша торгівля валютою, окрім обмінних операцій в банківських установах відбувається на міжбанківському ринку. При цьому маємо розрізнену вітчизняну біржову систему фондового ринку. Як емітентам так і

інвесторам необхідно звертатися до бірж на які вони бажають потрапити, що в свою чергу несе додаткові витрати. Для покращення ситуації з доступом інвесторів та емітентів до торгівельної інфраструктури фінансового ринку України наведені аргументи та пропозиції щодо створення єдиної біржової системи торгівлі фінансовими активами.

9. Досліджено, що в Україні відсутні кастодіани з тими функціями, якими вони наділені на світовому рівні. Окрім загальних питань розвитку фінансового ринку та його інфраструктури, найбільш важливими чинниками для формування українських кастодіанів є підвищення рівня професіоналізму учасників фінансового ринку і, в першу чергу, фахівців банків, які в перспективі можуть претендувати на статус банку-кастоді. Побудова в Україні повноцінно функціонуючої інфраструктури з її подальшою інтеграцією в Global Custody дозволить задіяти кастодіальні технології для ефективного залучення зі світового ринку значних фінансових ресурсів у вітчизняну економіку.

10. За результатами аналізу діяльності інфраструктурних посередників з'ясовано, що простого зниження комісійної винагороди традиційними брокерами виявилось недостатньо для нарощування оборотів, тому виникла необхідність в принциповій зміні підходу до обслуговування клієнтів. Поява електронних брокерів із застосуванням нових технологій в торгівлі дали змогу вирішити дану проблему. В роботі визначено рівновагу на ринку посередницьких послуг після появи електронних брокерів.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [175; 210; 246; 248; 249; 250; 252; 253; 259; 260; 269; 272; 274; 316; 401].

РОЗДІЛ 4. НАУКОВО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ СИСТЕМИ ПОКАЗНИКІВ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

4.1 Значення рейтингу інфраструктурних суб'єктів при визначенні їх місця на фінансовому ринку

Розглядаючи інфраструктуру фінансового ринку в попередніх розділах, ми зазначали, що інфраструктура – це, перш за все, сукупність тих систем, організацій і технологій, що дозволяють учасникам підвищити ефективність своєї діяльності та знизити їх ризики, пов'язані з операціями купівлі-продажу фінансових активів. В кінцевому рахунку при створенні та експлуатації інфраструктурних елементів головним є зниження витрат учасника по здійсненню операцій на фінансовому ринку.

Тобто виконання будь-яких операцій повинна забезпечувати існуюча інфраструктура зі своїми суб'єктами. Для здійснення операцій на ринку учаснику необхідна оперативна і достовірна інформація – як цінова, так і інша, яка може вплинути на прийняття рішень. Також необхідні кошти оперативного пошуку надійних контрагентів для укладання угод, що забезпечують найменші ризики при їх виборі. Більше того, потрібна система фіксації факту укладання угоди, що має необхідні засоби контролю за дотриманням учасниками встановлених правил торгівлі, доповнена по можливості системою звірки угод.

Після укладення такої угоди в справу вступає система виконання угод, де також найбільш важливим фактором є зниження ризиків, але вже ризиків виконання угоди. І, нарешті, повинен забезпечуватися оперативний обмін інформацією між складовими частинами інфраструктури, що сприяє автоматизації роботи учасника і зниженню його накладних витрат.

Роль технологій та інформації на ринку є беззаперечною, але в той же час все це забезпечується вже існуючими та новоствореними

інфраструктурними суб'єктами фінансового ринку. Кожен із них займає своє місце на ринку та відіграє визначену роль у розвитку інфраструктури та ринку в цілому.

Класифікацію елементів інфраструктури фінансового ринку доцільно будувати на основі виявлення потреб споживачів їх послуг, до яких належать не тільки споживачі та постачальники капіталу, але і самі інфраструктурні суб'єкти. Серед таких потреб можна виділити потреби у:

- поточному розрахунково-касовому обслуговуванні (в т.ч. перекази грошей та обміні валюти);
- залученні короткострокових грошових коштів;
- залученні коштів на довгостроковий період;
- ефективному розміщенні тимчасово вільних грошових коштів;
- мінімізації фінансових ризиків;
- отриманні інформації;
- захисті прав учасників ринку;
- кваліфікованих кадрах та інноваційних розробках.

Для попереднього ранжування значимості суб'єктів інфраструктури фінансового ринку для задоволення перерахованих потреб споживачів послуг занесемо необхідні дані в таблицю 4.1. З цією метою використано результати узагальнення експертних оцінок думок ряду споживачів послуг інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку, що дозволили отримати усереднені значення вагових коефіцієнтів значущості розглянутих потреб (сума цих коефіцієнтів дорівнює одиниці).

Таблиця 4.1 – Дані для попереднього ранжування значимості інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку з позицій задоволення потреб споживачів їх послуг

Характеристика потреби	Ваговий коефіцієнт значущості	Інфраструктурні суб'єкти, необхідні для задоволення потреби
Потреба в поточному розрахунково-касовому обслуговуванні (в т.ч. переказ грошей та обміні валюти)	0,13	Банки, пункти обміну валюти, валютні біржі, фінансові компанії

Продовження таблиці 4.1

Характеристика потреби	Ваговий коефіцієнт значущості	Інфраструктурні суб'єкти, необхідні для задоволення потреби
Потреба в залученні короткострокових грошових коштів	0,15	Банки, кредитні спілки, ломбарди, фінансові компанії, лізингові компанії, кредитні брокери (агенти), бюро кредитних історій, фондові біржі, торговці цінними паперами (андерайтери), управителі фондів операцій з нерухомістю та фондів фінансування будівництва, консалтингові компанії
Потреба в залученні коштів на довгостроковий період	0,15	Банки, кредитні спілки, фінансові компанії, лізингові компанії, кредитні брокери (агенти), бюро кредитних історій, управителі фондів операцій з нерухомістю та фондів фінансування будівництва, фондові біржі, торговці цінними паперами (андерайтери), консалтингові компанії
Потреба в ефективному розміщенні тимчасово вільних грошових коштів	0,10	Банки, кредитні спілки, фінансові компанії, кредитні брокери (агенти), фондові та валютні біржі, торговці цінними паперами (брокери, управління цінними паперами), консалтингові компанії, фонд гарантування вкладів фізичних осіб, компанії з управління активами, пункти обміну валюти, рейтингові агентства
Потреба в мінімізації фінансових ризиків	0,15	Фондові та валютні біржі, депозитарії, банки (клірингові), факторингові та консалтингові компанії, торговці цінними паперами, бюро кредитних історій, рейтингові агентства, фонд гарантування вкладів фізичних осіб, кредитні брокери (агенти)
Потреба в отриманні інформації	0,15	Реєстратори, зберігачі, депозитарії, фондові та валютні біржі, рейтингові агентства, бюро кредитних історій, консалтингові компанії, кредитні брокери (агенти), саморегульвні організації
Потреба в захисті прав учасників ринку	0,10	Саморегульвні організації, фондові та валютні біржі, зберігачі, реєстратори, депозитарії, фонд гарантування вкладів фізичних осіб
Потреба у кваліфікованих кадрах та інноваційних розробках	0,07	Саморегульвні організації, навчальні заклади та науково-дослідні інститути, консалтингові компанії

Джерело: розроблено автором на основі [76].

При обробці результатів опитування керівників компаній їх експертні оцінки коефіцієнтів значущості потреб в різних елементах фінансової інфраструктури і коефіцієнтів коригування рейтингових оцінок усереднювалися, причому крайні оцінки виключалися з розгляду. Рейтинг будь-якого i -го розглянутого суб'єкта інфраструктури можна розрахувати за формулою:

$$R_i = \sum_j A_j \cdot N_{ij} \cdot B_j \quad (4.1)$$

де R_i – рейтингова оцінка i -го суб'єкта інфраструктури фінансового ринку;

A_j – коефіцієнт значущості даної j -ї потреби;

N_{ij} – бал, що враховує ступінь необхідності i -го суб'єкта інфраструктури фінансового ринку для задоволення потреби j -

го виду (якщо інфраструктурний суб'єкт згадується в останній колонці табл. 4.1, то $N_{ij} = 1$, якщо не згадується, то $N_{ij} = 0$);

B_j – коефіцієнт коригування рейтингової оцінки, що відображає здатність споживача задовольнити розглянуту потребу самостійно, без допомоги інфраструктурного суб'єкта.

Значення коефіцієнта коригування рейтингової оцінки B_j ми визначаємо в межах від 0 до 1 (табл. 4.2). Найнижче значення $B_j = 0$ ми будемо використовувати по відношенню до суб'єкта інфраструктури фінансового ринку в тому випадку, коли відсутня необхідність залучення даного суб'єкта для задоволення споживачем інфраструктурних послуг визначеної потреби. Найвище значення $B_j = 1$ – буде у разі монопольного становища інфраструктурного суб'єкта при задоволенні визначених потреб. Крім того, ми вважаємо за доцільне ввести і проміжні значення коефіцієнта рейтингової оцінки, а саме 0,2; 0,4; 0,6; 0,8, що означає 0,2 – при необхідності залучення суб'єктів зовнішньої інфраструктури; 0,4 – у разі виконання виключно допоміжної функції суб'єкта при задоволенні потреби; 0,6 – виконання основної функції разом з іншими інфраструктурними суб'єктами внутрішньої інфраструктури; 0,8 – у випадку домінуючої ролі інфраструктурного суб'єкта фінансового ринку при задоволенні потреби.

Розрахунки, представлені в таблиці 4.2, показують, що найвищі рейтингові оцінки характерні для банків, інститутів інфраструктури фондового ринку, таких як фондові біржі та торговці цінними паперами, а також консалтингових компаній. Такі результати відображають залежність розвитку фінансового ринку та його окремих сегментів від оперативності та якості надання послуг та задоволення потреб учасників ринку. Крім того, велике значення мають проходження поточних платежів у банківській системі і високий попит на якісні банківські послуги, певні надії керівництва компаній на виведення своїх цінних паперів на фондовий ринок і велика потреба у кваліфікованому фінансовому консалтингу, пов'язаному з

оптимізацією управління фінансовими потоками, вибором механізму залучення коштів та виходом на міжнародний фінансовий ринок [76].

Таблиця 4.2 – Результати рейтингової оцінки значимості інфраструктурних інститутів фінансового ринку для задоволення інтересів учасників ринку

Інфраструктурні суб'єкти	Коефіцієнт коригування рейтингової оцінки V_j	Рейтингова оцінка R_i	Сегмент фінансового ринку	Група за рейтингом
Банки	1,0; 0,8; 0,8; 0,6; 0,2; 0; 0; 0	0,460	кредитний, валютний та фондовий	I
Фондові біржі	0; 0,4; 0,4; 0,4; 0,6; 0,6; 0,6; 0	0,400	фондовий	
Торговці цінними паперами (андерайтери, брокери, управління цінними паперами)	0; 0,8; 0,8; 0,8; 0,4; 0; 0; 0	0,380	фондовий	
Консалтингові компанії	0; 0,4; 0,4; 0,4; 0,2; 0,8; 0; 0,6	0,352	кредитний, валютний та фондовий	
Фінансові компанії	0,4; 0,6; 0,6; 0,6; 0; 0; 0; 0	0,292	кредитний, валютний	II
Депозитарії	0; 0; 0; 0; 0,8; 0,6; 0,8; 0	0,290	фондовий	
Кредитні брокери (агенти)	0; 0,4; 0,4; 0,4; 0,2; 0,6; 0; 0	0,280	кредитний	
Кредитні спілки	0; 0,8; 0,6; 0,6; 0; 0; 0; 0	0,270	кредитний	
Фонд гарантування вкладів фізичних осіб	0; 0; 0; 0,6; 0,8; 0; 0,8; 0	0,260	кредитний	
Валютні біржі	0,2; 0; 0; 0,4; 0,4; 0,6; 0,6; 0	0,256	валютний	
Рейтингові агентства	0; 0; 0; 0,4; 0,8; 0,6; 0; 0	0,250	кредитний, фондовий	
Саморегульвні організації	0; 0; 0; 0; 0; 0,6; 1,0; 0,8	0,246	кредитний, валютний та фондовий	
Бюро кредитних історій	0; 0; 0; 0,4; 0,6; 0,6; 0; 0	0,220	кредитний	
Лізингові компанії (фінансовий лізинг)	0; 0,6; 0,8; 0; 0; 0; 0; 0	0,210	кредитний	
Управителі фондів операцій з нерухомістю та фондів фінансування будівництва	0; 0,6; 0,6; 0; 0; 0; 0; 0	0,180	кредитний	III
Реєстратори	0; 0; 0; 0; 0; 0,6; 0,8; 0	0,170	фондовий	
Зберігачі	0; 0; 0; 0; 0; 0,6; 0,8; 0	0,170	фондовий	
Пункти обміну валюти	0,6; 0; 0; 0,6; 0; 0; 0; 0	0,138	валютний	
Ломбарди	0; 0,8; 0; 0; 0; 0; 0; 0	0,120	кредитний	
Факторингові компанії	0; 0; 0; 0,6; 0; 0; 0; 0	0,090	кредитний	IV
Компанії з управління активами	0; 0; 0; 0,8; 0; 0; 0; 0	0,080	фондовий	
Навчальні заклади та науково-дослідні інститути	0; 0; 0; 0; 0; 0; 0; 1,0	0,070	кредитний, валютний та фондовий	

Джерело: власні оцінки

За отриманим рейтингом нами було виділено чотири групи суб'єктів інфраструктури фінансового ринку. Очолюють першу групу із найвищим рейтингом 0,46 банки, а останніми за списком у четвертій групі знаходяться навчальні заклади із рейтингом 0,07. Таке ранжування дає змогу виявити існуючі проблеми у діяльності певних видів інститутів інфраструктури, а також звертає увагу на визначені потреби, які цікавлять споживачів на ринку,

тому що деякі суб'єкти, знаходячись в останній, четвертій групі, мають великі перспективи щодо подальшої своєї діяльності.

Коефіцієнти коригування рейтингової оцінки відповідають потребам споживачів у послугах інфраструктурних суб'єктів, наведених у табл. 4.1.

Отримані рейтингові оцінки відображають загальний рівень розвитку інфраструктури фінансового ринку в Україні. Для підтвердження цього необхідно розглянути причини, за якими цілий ряд інститутів отримав порівняно низьку рейтингову оцінку ($<0,2$).

Зрозумілою є ситуація із рейтинговою оцінкою навчальних закладів та науково-дослідних інститутів. Адже на сьогодні в Україні дуже мало приділяється уваги впровадженню різноманітних інновацій та здійсненню перекваліфікації працівників суб'єктів інфраструктури фінансового ринку. Не можна стверджувати про повну відсутність роботи в цьому напрямку. Перш за все, підготовка фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління здійснюється НКЦПФР згідно з Положенням про порядок навчання та атестації фахівців з питань фондового ринку, затвердженим наказом від 24.09.1996 № 215. Згідно з рішенням НКЦПФР від 01.08.2006 № 607, яким затверджені нові редакції типових програм навчання фахівців з питань фондового ринку, навчальними закладами України проводиться підготовка фахівців за такими спеціалізаціями:

- 1) фондовий ринок:
 - фахівець на право ведення реєстру власників іменних цінних паперів;
 - фахівець з питань торгівлі цінними паперами;
 - фахівець з питань депозитарної діяльності;
 - фахівець з питань організації торгівлі;
 - фахівець з питань управління активами (табл. 4.3);
- 2) фінансовий моніторинг:
 - фахівець з питань фінансового моніторингу професійних учасників ринку цінних паперів;

- головний бухгалтер професійного учасника ринку цінних паперів (табл. 4.4).

Атестацію фахівців в Україні відповідно до договорів із НКЦПФР здійснюють Український інститут розвитку фондового ринку (м. Київ) та регіональні постійно діючі атестаційні центри з питань фондового ринку на базі Дніпропетровського університету економіки та права, Львівського інституту менеджменту та Харківського центру науково-технічної та економічної інформації.

Таблиця 4.3 – Підготовка та атестація фахівців з питань фондового ринку за відповідними спеціалізаціями з 1996 по 2010 р.

Рік	Реєстратори		Торговці		Депозитарії (зберігачі)		Організатори торгівлі		Управляючі активами	
	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано
1996	1359	1458	-	13	6	76	-	-	-	-
1997	2186	3210	1905	2688	260	413	25	31	-	-
1998	865	907	1232	1349	400	368	-	-	-	-
1999	628	995	1032	1313	174	272	42	59	-	-
2000	403	529	7745	876	163	185	-	1	-	-
2001	425	454	752	785	129	149	30	38	-	-
2002	1766	2 014	2018	2197	374	439	31	40	75	72
2003	559	586	1048	1073	275	276	14	16	255	250
2004	859	895	1020	1041	287	307	38	37	251	247
2005	1412	1539	1805	1917	465	509	44	51	474	465
2006	684	701	1500	1477	481	488	19	19	754	739
2007	1311	957	2515	1728	740	674	36	36	980	925
2008	1529	1016	3137	1887	618	732	38	42	809	945
2009	852	478	1863	1131	629	670	24	22	335	403
2010	29	35	1363	1460	423	485	29	35	463	555

Джерело: сформовано за даними НКЦПФР [291, 293]

Згідно з даними НКЦПФР станом на 31.12.2011 видано 34 576 сертифікатів на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, продовжено – 10 654 сертифікати, у тому числі в 2011 р. видано 1 758 сертифікатів, продовжено – 1 135 сертифікатів. В 2010 р. найбільше фахівців отримали сертифікати за напрямом торгівлі цінними паперами – 1363, таке лідерство тримається вже протягом 14 років. Потрібно відмітити значне зменшення підготовки спеціалістів з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів з 2186 у 1997 р. до 29 у 2010 р. Це пояснюється зменшенням кількості реєстраторів та зниженням попиту на їх послуги.

Таблиця 4.4 – Підготовка та атестація фахівців з фінансового моніторингу за відповідними напрямками, осіб

Роки	Фінмоніторинг		Бухоблік	
	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано
2007	1 370	1 515	448	526
2008	1 345	1 672	274	266
2009	1 070	1 471	49	52
2010	607	807	236	236

Джерело: сформовано за даними НКЦПФР [291, 293]

Якщо перекваліфікація та навчання є обов'язковими для тих спеціалістів, які входять до компетенції регулювання НКЦПФР, то на всіх інших сегментах фінансового ринку така обов'язковість відсутня, але державні установи укладають договори про співробітництво з різними навчальними закладами. Так, Нацкомфінпослуг уклала договори із шістьма навчальними закладами, а НБУ – із двома закладами та п'ятьма їх філіалами, що входять до структури самого регулятора.

Особливо хотілося б відмітити налагоджену роботу в питаннях підвищення рівня ефективності роботи кожного працівника, одного із провідних державних банків – АТ “Ощадбанк”. Протягом багатьох років у банку працює комплексна система професійного навчання персоналу. У центральному апараті плідно функціонує центр підготовки спеціалістів управління по роботі з персоналом, основними завданнями якого є забезпечення ефективного та комфортного проведення навчання з метою підвищення рівня професійних знань працівників системи АТ “Ощадбанк” та вдосконалення їхньої професійної майстерності.

До викладання залучаються лектори з Національного банку України, Державної податкової адміністрації, Міністерства юстиції та інших організацій, а також висококваліфіковані та досвідчені фахівці структурних підрозділів центрального апарату банку. У 2011 р. при вищих навчальних закладах підвищив кваліфікацію 271 працівник. Підвищення кваліфікації персоналу та оцінка персоналу здійснювались також за допомогою системи дистанційного тестування та навчальних курсів (СДТНК). Система

розміщена на корпоративному порталі банку, є доступною для всіх працівників, принципи її роботи ґрунтуються на технологіях Інтернет-ресурсів.

Такою зацікавленістю до суб'єктів науково-дослідної інфраструктури не вирізняється жоден із існуючих банків України.

Але, звичайно, головною причиною низького рейтингу навчальних закладів є ще й те, що вони надають послуги, що задовольняють лише одну із виділених нами потреб.

Наприклад, такий найважливіший інфраструктурний фінансовий інститут, як компанія з управління активами (рейтинг 0,08), міг би входити в рейтинг і до вищої категорії, але він поки що не отримав в Україні достатньої популярності, оскільки переважна більшість таких установ позиціонуються як виключно надавачі однієї послуги – управління активами фондів (пайових, корпоративних, недержавних пенсійних).

Говорячи про значення і вплив КУА на формування фінансового ринку та його інфраструктури, необхідно відмітити, наскільки розвиненими є ці установи та фонди, якими вони управляють. Рисунок 4.1 демонструє питому вагу, яку займають інститути спільного інвестування у світовому співвідношенні за період 2008 р. – I півріччя 2011 р.

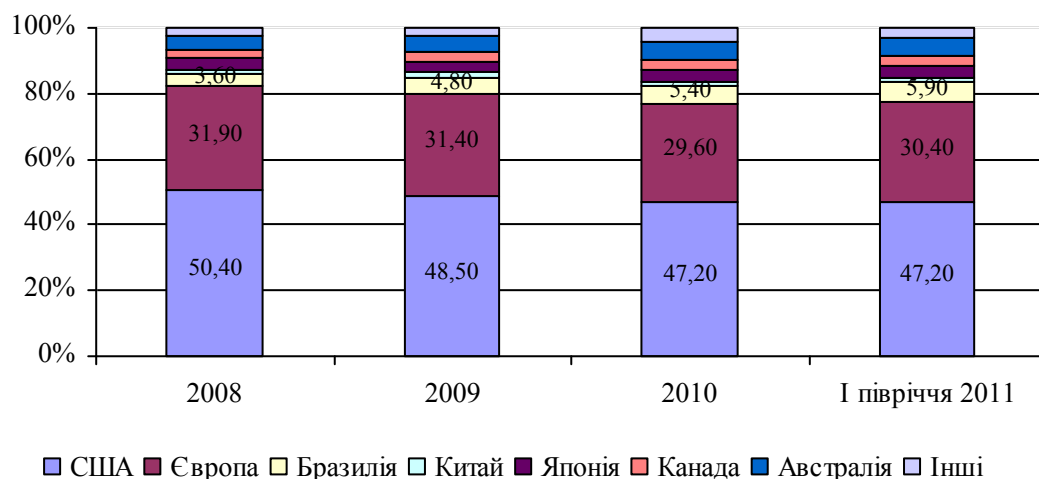


Рисунок 4.1 – Частка ІСІ у світовому співвідношенні за період 2008 р. – I півріччя 2011 р., % (складено автором на основі [5])

У всьому світі послуги КУА вже багато років користуються попитом у населення і в юридичних осіб. Висока популярність і темпи розвитку індустрії спільного інвестування в розвинутих країнах пояснюються високою прибутковістю в умовах помірних ризиків за рахунок диверсифікації та професійного управління інвестиційними ресурсами, а також, як правило, наявними перевагами в оподаткуванні. Україна в цьому процесі поки що відстає не тільки від розвинутих країн, але і від тих, що розвиваються (табл. 4.5).

Таблиця 4.5 – Вартість чистих активів фондів ІСІ за період 2008 р. – I півріччя 2011 р., млрд дол. США

Країна	Вартість чистих активів фондів, млрд дол. США				Відхилення (+/-), млрд дол. США	Відхилення, %
	2008 р.	2009 р.	2010 р.	I півріччя 2011 р.		
Україна	0,001	0,0009	0,001	0,002	0,001	100,00
Росія	0,002	0,003	0,003	0,004	0,002	100,00
Великобританія	0,504	0,729	0,854	0,895	0,391	77,58
Німеччина	0,238	0,317	0,333	0,357	0,119	50,00
США	9,603	11,120	11,820	12,238	2,635	27,44
Бразилія	0,479	0,783	0,980	1,055	0,576	120,25
Японія	0,575	0,661	0,785	0,816	0,241	41,91
Китай	0,276	0,381	0,364	0,353	0,077	27,90
Індія	0,062	0,130	0,111	0,098	0,036	58,06
Туреччина	0,015	0,019	0,019	0,019	0,004	26,67

Джерело: узагальнено на основі [5]

Слід зазначити, що у світовому масштабі активи інвестиційних фондів під час кризи втратили 25 % своєї вартості, переживши пік падіння у IV кварталі 2008 року і майже відновили докризовий рівень вартості активів по закінченні 2010 року. Це свідчить про достатньо високий рівень довіри інвесторів до фондів спільного інвестування у світі, що, в свою чергу, створює певні передумови для нарощування популярності даного сегмента фінансового ринку в Україні у разі запозичення європейського досвіду організації та регулювання ринку спільного інвестування. Нарощування обсягів активів перш за все свідчить про прибутковість ІСІ, що не можна сказати про вітчизняний ринок.

Таким чином, говорячи про вплив КУА на формування фінансового ринку та отримання ними досить низької рейтингової оцінки значимості суб'єктів інфраструктури фінансового ринку, необхідно визначити спектр проблем, які обмежують можливості розвитку даних структур. Основними проблемами в Україні виступають:

- низький рівень довіри інвесторів до даних організацій;
- політична нестабільність у країні, що впливає на вибір джерел інвестування;
- низький рівень інформованості громадян про специфіку та основні умови діяльності ІСІ;
- проблеми, пов'язані із законодавчою базою (відсутність ефективних механізмів захисту прав міноритарних інвесторів);
- відсутність високорозвинутої системи підготовки кваліфікованих кадрів.

Відносно факторингових компаній (рейтинг 0,09) слід зауважити, що, не дивлячись на низький рейтинг, для вітчизняних факторингових компаній існують великі перспективи, адже дебіторська заборгованість має негативну тенденцію, а її питома вага у структурі оборотних активів підприємств за видами економічної діяльності постійно зростає й становить 59,2 % у 2008 р.; 61,4 % – у 2009 р. та 64,3 % – у 2010 р. Зарубіжна практика свідчить, що рівень дебіторської заборгованості в активі балансу на рівні 3 % є її критичною межею. В Україні структура оборотних активів оптимальною вважається тоді, коли частка дебіторської заборгованості не перевищує 20 %. Але питома вага дебіторської заборгованості в структурі оборотних активів перевищує її рекомендовану величину майже у 3 рази.

Обсяги здійснення факторингових операцій у розрізі країн світу свідчать про домінування країн Європи, зокрема тих, які стали ініціаторами створення Європейського форуму. В кожному регіоні існують країни-лідери за кількістю факторингових компаній та здійсненню ними визначених операцій та країни-аутсайтери (табл. 4.6).

Таблиця 4.6 – Максимальні та мінімальні обсяги факторингових операцій в розрізі регіонів за країнами в 2011 р., млн євро

Країна	Кількість факторингових компаній	Внутрішні операції	Зовнішні операції	Всього
Європа				
Великобританія	42	249 664	18 416	268 080
Німеччина	100	119 120	38 140	157 260
Росія	33	20 944	230	21 174
Україна	25	933	22	955
Люксембург	1	177	3	180
Боснія та Герцеговина	1	30	15	45
Всього	610	1 025 558	192 253	1 217 811
Америка				
США	300	90 000	15 000	105 000
Бразилія	1 112	45 580	43	45 623
Панама	17	700	0	700
Гондурас	1	0	30	30
Всього	1 685	189 863	17 309	207 172
Африка				
ПАР	5	21 238	140	21 378
Марокко	4	1 226	180	1 406
Єгипет	4	100	100	200
Маврикій	1	127	0	127
Всього	18	22 988	463	23 451
Азія				
Китай	30	229 952	44 918	274 870
Корея	10	0	8 087	8 087
Малайзія	30	840	210	1 050
Індонезія	1	0	3	3
Всього	164	444 828	64 060	508 888
Австралія та Нова Зеландія				
Австралія	19	57 300	191	57 491
Нова Зеландія	7	600	0	600
Всього	26	57 900	191	58 091
Разом у світі	2 503	1 741 137	274 276	2 015 413

Джерело: сформовано за даними Міжнародної асоціації факторингу [377]

Звичайно, обсяги міжнародного факторингу значно менші, ніж внутрішнього, що обумовлено порівняно нещодавнім його запровадженням у міжнародну практику. Однак варто наголосити на тому, що за досліджуваний період – з 2005 по 2011 р. – обсяги міжнародного факторингу зросли у 2,5 раза, а внутрішнього – лише у 1,5 раза. Таке зростання відбулося перш за все у Німеччині, Малайзії та інших країнах. У Кореї та Гондурасі факторингові компанії здійснювали виключно зовнішні операції, на відміну від Нової Зеландії, де здійснюються лише внутрішні. Це свідчить про значний потенціал застосування факторингових операцій, особливо для країн, що розвиваються, які мають проблеми із фінансуванням зростаючих

обсягів зовнішньоекономічної діяльності. Серед європейських країн провідну роль у цій галузі відіграє Великобританія.

В Україні, станом на 31.12.2011 у Державному реєстрі фінансових установ містилася інформація про 110 фінансових компаній, які мають право надавати послуги факторингу, але фактично таку діяльність ведуть 25 компаній. Саме в цьому і полягає основна проблема більшості інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку України, тобто кількість не завжди означає якість.

Як уже зазначалося, протягом останніх семи років беззаперечним лідером у здійсненні факторингових операцій залишаються факторингові компанії Європи, на які припадає близько 60 % світового факторингу (табл. 4.7).

Таблиця 4.7 – Динаміка світових обсягів факторингових операцій за регіонами в 2005–2011 рр., млн євро

Регіон	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Європа	715 471	806 958	932 264	888 528	876 649	1 045 069	1 217 811
Америка	135 240	140 493	149 673	154 195	142 013	185 357	207 172
Африка	6 237	8 513	10 705	13 263	14 917	16 686	23 451
Азія	135 470	149 606	174 244	235 418	209 991	355 602	508 888
Австралія та Нова Зеландія	23 730	27 573	33 780	33 246	40 110	45 515	58 091
Всього	1 016 148	1 133 143	1 300 666	1 324 650	1 283 559	1 648 229	2 015 413

Джерело: сформовано за даними Міжнародної асоціації факторингу [377]

У 2001–2004 рр. друге місце у здійсненні факторингу належало факторам Америки, однак надалі бурхливий розвиток фінансового ринку в країнах, що розвиваються, перш за все, в Азійському регіоні, призвів до певного перерозподілу світового ринку факторингу. На сьогоднішній день ці країни випереджають країни Америки в наданні послуг факторингу.

Відносно низька рейтингова оцінка учасників другого рівня депозитарної системи обумовлена, з одного боку, вузьким спектром наданих

послуг, що задовольняють невелику кількість потреб (потреба в отриманні інформації та потреба в захисті прав учасників фінансового ринку), а з іншого – кризовим станом значної частини підприємств, що мають внаслідок цього наміри виведення своїх цінних паперів на фондовий ринок та, відповідно, незначну кількість здійснених операцій з цінними паперами.

Також невисокий рейтинг отримали ломбарди, пункти обміну валюти та управителі ФОН та ФФБ. Всі інфраструктурні суб'єкти, що відносяться до третьої групи за рейтингом, мають однакові причини такої невисокої рейтингової оцінки.

Досить велика група суб'єктів інфраструктури фінансового ринку має середній рейтинг від 0,210 до 0,292. До них належать як інститути кредитного ринку (кредитні спілки та кредитні брокери (агенти), лізингові та фінансові компанії, бюро кредитних історій та Фонд гарантування вкладів фізичних осіб), так і суб'єкти фондового і валютного ринку (депозитарії та валютні біржі). Свій вплив на розвиток всіх сегментів фінансового ринку з даної групи мають СРО та рейтингові агентства.

При визначенні рейтингової оцінки інфраструктурним суб'єктам фінансового ринку цікавим виявився той факт, що отримані фондовою та валютною біржами бали значно різняться. В отриманому рейтингу переважає фондова біржа (рейтинг 0,4) на відміну від валютної (рейтинг 0,256). Адже, як виявляється, основу інфраструктури валютного організованого ринку в Україні складає міжбанківський валютний ринок, який на початку свого розвитку був представлений уже згаданою нами раніше УМВБ. Дана біржа на сьогодні більш значну роль відіграє на фондовому ринку. Тому “пограти” з валютою учасники ринку можуть на позабіржовому ринку Forex, де здійснюється винятково спекулятивна торгівля валютою через банки або дилінгові центри, яка ведеться з використанням “кредитного плеча”, тобто маржинальна торгівля валютою. Головною особливістю міжнародного валютного ринку Forex є торгівля через мережу Інтернет.

За даними Всесвітнього банку міжнародних розрахунків, щоденний обсяг операцій на цьому ринку у 2010 році становив 4 трлн. дол. США.

Спекулятивні операції з валютою здійснюють у разі певних коливань тієї чи іншої валюти. При настанні стабільності в економіці курс іноземної валюти є стабільним, тому привабливість заощаджень у валюті буде неминуче падати, переключаючи увагу учасників ринку на інші сегменти фінансового ринку.

Тому навіть за повноцінного існування в Україні валютної біржі учасники фінансового ринку могли б задовольнити лише частину існуючих потреб.

Якщо при первинному розгляді роль валютних бірж, виражена рейтинговою оцінкою, могла здатися заниженою, то роль торговців цінними паперами, навпаки, завищеною (особливо у зв'язку з їх масовим банкрутством та виходом із ринку після загострення фінансової кризи). Але в цьому є і свій позитивний ефект, зокрема: сформувалася об'єктивна тенденція укрупнення найменш постраждалих від кризи компаній за рахунок поглинання ними слабших конкурентів, а також поліпшення якості надаваних послуг. Ключовими факторами розвитку торгівлі є підвищення якості брокерського сервісу, професійної етики, ризик-менеджменту в компанії, адже більшість торговців цінними паперами виступають дилерами та маркет-мейкерами на ринку. У докризові часи більшість компаній намагалися радити інвесторам купувати цінні папери вітчизняних емітентів без особливого аналізу, виключно з розрахунком на їх початкову недооцінку і пов'язане з цим неминуче зростання котирувань. В умовах гострого дефіциту коштів в інвесторів і динамічно мінливого фінансово-економічного стану емітентів відповідальність за прийняття інвестиційних рішень набагато зростає, що передбачає необхідність науково обгрунтованого підходу до стратегічного і оперативного маркетингу ринку цінних паперів.

Характерно, що торговці цінними паперами є невід'ємною частиною інфраструктури функціонування фондових бірж, які отримали одне із

найвищих місць у рейтингу та входять до першої групи рейтингової оцінки (друге місце після банків із рейтингом 0,40).

Звідси можна зробити висновок про те, що можливість та перспективи роботи на фондовому ринку як з точки зору розміщення тимчасово вільних коштів, так і з точки зору мобілізації фінансових ресурсів шляхом продажу своїх цінних паперів представляють інтерес для широкого кола учасників. В той же час для багатьох суб'єктів фінансового ринку цей інтерес поки що є абстрактним через недостатність вільних грошових коштів та неготовність до розкриття інформації при емісії цінних паперів відповідно до законодавства. Тим не менш, досить високий рейтинг розглянутих інститутів фондового ринку (фондових бірж та торговців цінними паперами) свідчить про наявність хороших перспектив розвитку цих інфраструктурних елементів і, певною мірою, про формування тенденції зміцнення зв'язку фондового ринку з реальним сектором економіки.

Іншою, на наш погляд, повинна бути оцінка рейтингів лізингових компаній. Справа в тому, що, наприклад, можливості лізингових технологій у залученні інвестицій з метою оновлення виробництва та придбання товарів дуже привабливі як для підприємств, так і для фізичних осіб [76].

Одним із найрозвинутіших світових ринків лізингових послуг є європейський ринок, який представлений більшістю країн, що мають об'єднання лізингодавців, які є членами Європейської федерації асоціацій лізингових компаній (табл. 4.8).

Дослідження показує, що лізинговий бізнес в Європі зростає із року в рік, склавши 8,17 % в 2011 р. в порівнянні з 2009 р. А от кількість укладених угод зменшилася майже на 1 %.

Лідером у цій галузі виступає Німеччина із показником 182 036 млн євро, де було укладено і найбільшу кількість угод – 1 350 205. Серед лідерів знаходяться і такі країни, як Великобританія, Італія, Франція. Не досить розвинутий ринок лізингових послуг існує у Словенії, Словачії, Латвії, Румунії, Естонії, Болгарії та Україні, не дивлячись на зростання кількості

укладених угод. Хоча фінансовий лізинг міг би стати альтернативою банківським кредитам у період кризи та високих кредитних ризиків.

Таблиця 4.8 – Загальний обсяг ринку лізингу країн Європи за 2009-2011 рр.*

Країна	Роки						Відхилення, % 2011 р. / 2009 р.	
	2009		2010		2011		обсяг угод, млн євро	кількість угод, од.
	обсяг угод, млн євро	кількість угод, од.	обсяг угод, млн євро	кількість угод, од.	обсяг угод, млн євро	кількість угод, од.		
Австрія	30 256,99	170 565	30 625,32	174 098	31 342,16	185 187	3,59	8,57
Бельгія	15 393,80	73 066	23 111,27	82 013	24 564,38	83 250	59,57	13,94
Болгарія	3 144,93	н/д	2 517,08	н/д	2 409,71	н/д	-23,38	–
Швейцарія	20 210,81	200 352	22 651,79	216 620	26 769,30	232 997	32,45	16,29
Чехія	11 217,67	53 332	11 238,22	49 041	11 663,15	53 280	3,97	-0,10
Німеччина	183 610,00	1 282 237	177 300,00	1 285 160	182 036,00	1 350 205	-0,86	5,30
Данія	17 635,04	н/д	17 353,54	н/д	18 023,25	н/д	2,20	–
Естонія	2 649,20	17 009	2 202,00	20 000	2 436,00	35 000	-8,05	105,77
Іспанія	55 177,32	111 830	53 461,80	171 306	45 845,98	149 073	-16,91	33,30
Фінляндія	11 260,00	55 924	11 124,00	82 821	11 804,00	92 455	4,83	65,32
Франція	115 979,00	1 243 381	111 874,00	965 336	115 650,00	993 288	-0,28	-20,11
Греція	10 075,21	н/д	1 188,96	н/д	8 427,07	3 281	-16,36	–
Італія	156 528,00	410 421	157 579,00	420 969	145 836,00	454 137	-6,83	10,65
Люксембург	755,80	н/д	737,00	н/д	843,00	н/д	11,54	–
Латвія	2 080,94	н/д	1 609,58	н/д	1 719,36	н/д	-17,36	–
Голандія	18 024,00	159 100	16 130,40	165 600	17 499,00	220 726	-2,91	38,73
Норвегія	13 105,59	29 503	12 393,47	31 890	16 336,38	36 830	24,65	24,84
Польща	17 499,31	183 750	20 688,04	214 956	23 681,12	231 287	35,33	25,87
Португалія	22 796,00	90 498	22 447,00	106 618	18 037,00	74 982	-20,88	-17,15
Румунія	5 891,91	44 138	4 086,92	30 592	3 539,27	38 375	-39,93	-13,06
Росія	н/д	н/д	40 483,92	62 500	63 618,08	н/д	–	–
Швеція	28 756,11	343 220	34 591,76	303 680	36 767,26	291 428	27,86	-15,09
Словенія	4 811,55	38 230	4 640,00	40 029	4 350,46	42 014	-9,58	9,90
Словакія	4 989,00	28 280	4 909	32 271	5 079,00	30 705	1,80	8,58
Україна	2 967,00	3 007	1 417,29	3 507	1 843,55	8 772	-37,87	191,72
Великобри- танія	130 651,90	н/д	136 960,27	н/д	137 449,88	н/д	5,20	–
Разом	885 467,08	4 652 396	923 646,61	4 459 007	957 802,85	4 607 272	8,17	-0,97

* - дані включають діяльність лізингових компаній, що є членами об'єднань та асоціацій тієї чи іншої країни

Джерело: сформовано за даними Європейської асоціації лізингу [414, 415]

Протилежна ситуація склалася у Швеції, де кількість укладених угод зменшилася аж на 15 %, а обсяг ринку зріс майже на 28 %.

Підвищилася увага до лізингу і в Росії. Ряд важливих рішень, прийнятих на державному рівні, дозволив розвиватися лізинговому ринку в цій країні.

На найвищих щаблях рейтингу інфраструктурних елементів фінансового ринку знаходяться консалтингові компанії. Їх розташування в

першій групі пов'язане з розвитком управлінського (в першу чергу фінансового) консалтингу як інфраструктурного елемента, що інтегрує діяльність підприємств реального сектора економіки, фінансових інститутів та потенційних інвесторів і значною кількістю видів послуг, що надаються ними та можуть задовольнити потреби учасників фінансового ринку. Потреба в цих установах стрімко зростала, хоча криза дещо відкоригувала їх напрями діяльності. Основними найбільшими компаніями в цьому напрямі є світові лідери, які мають свої представництва і в Україні – компанії “великої четвірки”, до якої входять: Ernst & Young, Pricewaterhouse Coopers, Deloitte та KPMG. Аудит, податково-юридичні послуги, консалтинг та супровід угод є традиційними послугами компаній “великої четвірки”.

Розвиток такого виду бізнесу (на прикладі компаній “великої четвірки”) в світі та в Україні характеризується даними наведеними в таблиці 4.9.

Таблиця 4.9 – Показники діяльності найбільших аудиторсько-консалтингових груп світу та їх представництв в Україні

Назва компанії	Україна				Світові показники			
	Виручка, млн дол.		Персо- нал	Партне- ри	Виручка, млрд дол.		Персо- нал	Партне- ри
	2009 р.	2010 р.			2009 р.	2010 р.		
Deloitte	24,0	12,7	350	15	26,1	29,0	169 587	9 538
Pricewaterhouse Coopers	41,2	35,0	413	10	26,1	26,6	161 718	8 625
Ernst & Young	40,0	33,0	500	14	21,4	21,3	140 964	8 603
KPMG	19,1	13,2	300	8	20,6	20,1	137 835	8 100

Джерело: власні розрахунки на основі даних офіційних сайтів компаній

Як видно з таблиці 4.9, роки кризи пройшли нелегко практично для всіх консалтингових компаній. Виручка деяких із них на вітчизняному ринку зменшилася майже наполовину. Представництва компаній “великої четвірки” в Україні відреагували на кризу по-різному. Наприклад, Deloitte переглянула свої витрати і стала більше уваги приділяти швидкості роботи. PricewaterhouseCoopers застосувала методи для збереження клієнтського

портфеля, адже для консалтингових та аудиторських компаній частка на ринку – це один із важливих критеріїв.

Досить важко оцінити ринкову частку тієї чи іншої компанії, що спеціалізується на наданні консультаційних послуг. Але за оцінками експертів, частка Ernst & Young приблизно 35 %, на другому місці PWC – 25 %, потім Deloitte – 25 % і 15 % у KPMG. Що стосується інших практик, то залежно від специфіки кожної компанії “великої четвірки” падіння попиту на послуги виявилось досить фрагментарним. Деякі послуги стали зовсім непотрібні, а попит на інші істотно впав. Найбільше постраждав сегмент послуг з супроводу угод. Наприклад, скорочення бізнесу Ernst & Young у сфері супроводження угод склало 20–25 %. В результаті структура доходів компаній “великої четвірки” змістилася у бік затребуваного аудиту та альтернативних послуг.

Взагалі, клієнтами компаній “великої четвірки” є найбільші вітчизняні корпорації та підприємства, державні установи, фінансові компанії та установи банківського сектора.

Можна передбачити подальше зростання попиту на фінансовий консалтинг, тому що використання послуг консалтингових компаній дає можливість учасникам ринку правильно вибудовувати свої взаємини з основними інфраструктурними елементами фінансового ринку, без чого важко розраховувати на успішне вирішення проблеми залучення ресурсів для свого розвитку. При цьому, маючи респектабельний імідж, консалтингові компанії здатні взяти на себе і роль промоутера у взаємодії з фінансовою інфраструктурою. У ряді випадків лобювання інтересів клієнта такою консалтинговою компанією достатнє для позитивного вирішення проблеми банківського кредитування або успішного розміщення емісії цінних паперів.

Правильна і зворотна логіка міркувань, відповідно до якої консалтингові компанії здійснюють реінжиніринг інфраструктурного елемента фінансового ринку, надають йому сприяння в мобілізації

додаткових фінансових ресурсів і допомагають вибрати перспективний об'єкт інвестування з числа своїх клієнтів у реальному секторі економіки.

4.2 Науково-методичні підходи до побудови фондового індексу

Процеси глобалізації світової економіки, зростання кількості фінансових інструментів, що користуються підвищеним попитом та мають пропозицію як на біржовому, так і позабіржовому ринку, призвели до зростання значення фондових індексів, як узагальнених показників стану і динаміки розвитку фінансових ринків.

Одним із постулатів наукових праць і численних наукових статей, на якому власне базуються подальші обґрунтування сутності матеріалу є те, що фондовий ринок, як один із основних сегментів фінансового ринку, відображає стан економічної ситуації в країні і виступає своєрідним «лакмусовим папірцем» майбутніх кризових або пікових явищ економічного зростання. Зазвичай, на фондовий ринок впливають декілька факторів:

- стан первинного ринку, його «глибина», або здатність поглинути обсяг первинних розміщень цінних паперів суб'єктів господарювання;
- рівень процентних ставок за державними запозиченнями, як індикатор ризикованості інвестицій і довіри до суверенного позичальника. Також сюди можна віднести і рівень попиту і цін на кредитно-дефолтний своп (CDS);
- відносна зміна національних фондових індексів.

Теорія фондових індексів відносно молода і порівняно з теорією економічних індексів глибоко не розвинена. За останні десятиліття фондові ринки провідних країн перетворилися на розвинуту індустрію зі своїми законами і технологіями. Але, на жаль, деякі існуючі світові та національні фондові індекси досить часто не відображають реального стану розвитку ринку чи економіки тієї чи іншої країни.

Тому, існує необхідність у вдосконаленні та поновленні системи індикаторів фондового ринку. Підвищити ефективність індикаторів такої системи можна за умови інформаційної прозорості ринку та публічної доступності головних його показників. Для вітчизняного фондового ринку подібна система є якісно новою. Враховуючи це, а також широке коло практичних завдань, які мають вирішуватися за допомогою інформації, що міститься у фондових індикаторах, перед фахівцями і професійними учасниками фондового ринку України постає нагальна потреба в глибокому вивченні фондових індикаторів та їх правильному застосуванні.

На сучасному етапі розвитку фондового ринку України проблема створення системи індикаторів для постійного моніторингу фондового ринку України набула особливої гостроти. Адже багато подій, що відбуваються сьогодні на вітчизняному ринку цінних паперів, зумовлені якісними змінами в українській економіці.

Дослідження економічного змісту та особливостей практичного застосування індикаторів фондового ринку дало змогу розглядати їх як систему інформаційного забезпечення фондового ринку, котра дає змогу проводити поглиблений аналіз фондового ринку та виявляти при цьому його перспективи і проблеми функціонування [105].

Фондові індекси являють собою усереднені характеристики цінових параметрів різних сукупностей цінних паперів.

У більшості випадків виділяють наступні напрямки використання індексів:

- індекс – еталон прибутковості. Доходність портфеля цінних паперів інвестора можна порівнювати з динамікою фондового індексу. Якщо, наприклад, портфель цінних паперів приніс інвестору за рік 25 %, а індекс за цей же період зріс на 40 %, то можна стверджувати про не досить високі результати. Якщо ж все навпаки і приріст індексу за цей рік склав всього 10 %, то 25 % виглядає досить не поганим результатом. Проте в цілому треба враховувати, що на зростаючому ринку в довгостроковій перспективі будь-яка активна стратегія програє техніці «купив і тримай».

- на основі індексу можна скласти та управляти портфелем. Позитивна динаміка росту індексу, що влаштовує потенційного інвестора, може слугувати прикладом для складання портфеля на основі індексної корзини. Таке інвестування називається пасивним інвестуванням.

В той же час фондові індекси виконують різноманітні функції, що слугують, перш за все, для аналізу ринку і ухвалення інвестиційних рішень. До таких функцій можна віднести:

1. Індикатори стану економіки. Фондові індекси відображають поточний стан економіки тієї чи іншої країни та окремих її галузей. Вони реагують на будь-які події, що відбуваються в фінансово-господарській діяльності підприємств, у внутрішній та зовнішній політиці держав. Крім того, відносини компаній-емітентів з державою також впливають на значення фондових індексів.

2. Індикатори стану фондового ринку. Напрями руху цін цінних паперів (в основному акцій), тенденції розвитку біржових ринків, характеристика інвестиційного клімату в країні – все це відображають фондові індекси. Поступове або різке зниження значень фондових індексів говорить або про фінансову кризу на фондових ринках, або про період корекції, пов'язаної із завищеною вартістю акцій. Поступове або різке підвищення значень фондових індексів, навпаки, свідчить про покращення ситуації на ринку або про спекулятивні, технічні операції.

3. Показники порівняння рівнів розвитку промисловості різних країн. Рівні розвитку галузей економіки різних країн можна порівнювати не тільки за обсягом виробництва, а й, очевидно, за кількістю різноманітних індикаторів, в тому числі і фондових індексів. В свою чергу, із збільшенням кількості таких індикаторів, збільшується число агентств та бірж, що їх розраховують, кількість ліквідних цінних паперів, що входять до бази розрахунку. Перераховані показники характеризують рівень ділової активності, динаміку окремих галузей економіки.

4. Інструменти прогнозування. Найбільшу інформаційну цінність для інвестора, при аналізі різних подій, що відбуваються на фондовому ринку,

мають фондові індекси з тривалою історією. Використання технічного аналізу допомагає передбачити зміни фондових індексів. Знаючи поведінку індексів в передкризовий період, або будь-які сезонні коливання, можна в майбутньому передбачити ситуацію і вжити необхідних заходів для уникнення великих фінансових втрат, або навпаки збільшити свої вкладення в фінансові інструменти.

5. Основа для укладення ф'ючерсних контрактів. На фондовому ринку можуть укладатися ф'ючерсні контракти, їх базовим активом є певний індекс акцій. Інвестор купуючи ф'ючерсний контракт на індекс, має згоду продавця на продаж його. Такі ф'ючерси використовуються для спекуляції на ринку цінних паперів і для хеджування портфелів цінних паперів інвесторів в разі падіння або зростання ціни цінних паперів, що входять до них.

Взагалі, потрібно відмітити, що українські фондові індекси майже зовсім не використовуються для управління портфелем цінних паперів, перешкодою цьому є невелика репрезентативність індексів. Фондовий ринок України також ще не готовий для використання індексів як інструменту хеджування ризиків для укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів на індекси. Виконання всіх п'яти функцій українськими фондовими індексами можливе за двох умов: перша – наявність на ринку України апробованих часом фондових індексів, які відображатимуть реальні коливання цін на цінні папери українських емітентів та користуватимуться довірою в більшості учасників ринку; друга – наявність потреби з боку інституційних інвесторів у страхуванні ризиків, пов'язаних з володінням пакетами цінних паперів українських емітентів. Додержання цих двох вимог можливе тільки за умов інформаційно відкритого ринку цінних паперів [103].

На сьогоднішній день розраховуються десятки різних індексів фондового ринку, як українськими, так і міжнародними організаціями: біржами, інформаційними агентствами, інвестиційними банками та компаніями, компаніями з управління активами, торговцями цінними паперами і т.д. Індекси розраховуються як у національній, так і іноземній валюті.

Найбільш загальна і визнана розрахункова схема побудови «моделі» фондового індексу показана на рисунку 4.2.



Рисунок 4.2 – Схема розрахунку фондового індексу (авторське узагальнення)

Як бачимо з рисунку 4.2 на першому етапі створення та розрахунку фондового індексу створюється його основа, вибирається так звана база. В якості такої зазвичай використовуються або певна сукупність цінних паперів (наприклад, акції енергетичних підприємств), що обертаються (випущені) в будь-якому регіоні (країні), або окремо взяті організатори торгівлі (фондові біржі, альтернативні системи або позабіржові торгово-інформаційні системи).

В подальшому здійснюється відбір цінних паперів або емітентів для включення до індексного кошику. Основна мета, яка ставиться перед компанією, що розраховує фондовий індекс – відібрати максимально значущі для цього ринку цінні папери, що найбільш повно надають репрезентативності даному індексу. При цьому часто беруться до уваги і інші параметри, найважливішим з яких є ліквідність відібраних цінних паперів. Інколи, до індексу включають всі цінні папери, або їх окремий вид, що мають котирування на фондовій біржі або іншому торговельному майданчику.

Після вибору цінних паперів, відбувається аналіз та вибір інформаційних партнерів, які постачають необхідні параметри для розрахунку індексу. Зрозуміло, що зазвичай в якості таких використовуються дані обраних торгових майданчиків, або дані інформаційних агентств за реальними угодами.

«Зважування» цінних паперів, для визначення впливу на індекс відбувається на четвертому етапі розглянутої схеми. Найбільш часто в основу розрахункової схеми «зважування» покладено принцип пропорційності ринкової капіталізації, тобто цінний папір тим більше значить для ринку, чим вище його сумарна ринкова капіталізація. Але можливі й інші варіанти «зважування». І на кінець – здійснюють безпосередній розрахунок індексу, який ведеться в основному по 2-м методикам: методиці прямого розрахунку та методиці індексного розрахунку [333].

Індекс можна розрахувати найпростішим способом, взявши кошик цінних паперів на одну дату і розділити їх ціни на кількість членів у рівнянні. Це відправна точка в індексобудуванні.

Перший індекс, точніше не індекс, а біржова середня (індексом він вийшов через не коректний переклад) був побудований саме так. Далі з'являлися інші потреби фондового ринку, які породили нові методи побудови та створили цілі сімейства індексів.

Тобто, спочатку для розрахунку фондових індексів застосовувалися формули простої і зваженої середньої арифметичної і простої середньої геометричної з темпів зростання цін акцій, а пізніше почали використовувати агрегатну формулу, де в якості ваг виступає обсяг випущених акцій. Таким чином, історія розвитку фондових індексів багато в чому повторює шлях розвитку теорії та практики економічних індексів [79]. Існують різні способи розрахунку індексу, що призводять до різних результатів (табл. 4.10). Одним з відгалужень в системі розрахунку індексів є індекси, побудовані на основі портфельного підходу.

Таблиця 4.10 – Методи розрахунку фондових індексів

Методи	Формула*	Переваги	Недоліки	Вид індексу	
Арифметичні	середньої арифметичної простої (незважений)	$I = \sum \frac{P_i}{n};$ $I = \sum \frac{P_i}{D},$ $D = \frac{I_1}{I_2}$	Простота формули розрахунку і швидкість реакції на сильні коливання цін акцій, особливо на фондові кризи	Не враховується вага кожного активу. Середньоарифметична величина схильна до впливу «великих відхилень» і може віддалитись від медіанного значення	Промисловий індекс Доу Джонса (Dow Jones Industrial Average)
	середньої арифметичної зваженої: 1) зважування за ціною акцій у вибірці; 2) зважування за вартістю вибірки; 3) зважування шляхом прирівнювання ваг акцій компаній	$1) I = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{i0}} \times I_0$ $2) I = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} N_{it}}{\sum_{i=1}^n P_{i0} N_{i0}} \times I_0$ $3) \frac{\sum_{i=1}^n \frac{P_{it} - P_{i0}}{P_{i0}} \times N_{it}}{\sum_{i=1}^n N_{i0}}$	Дозволяє адекватно враховувати вплив тих акцій, за якими капіталізація вища і які більш ліквідні	Існування будь яких вагових коефіцієнтів може суттєво знизити вплив «важких» акцій у вибірці. Через відставання окремих акцій в динаміці індексу можливе збільшення або зменшення їх вагових коефіцієнтів з часовим лагом. Суб'єктивний і невірний вибір ваг несе ризик поганої репрезентативності показника	S&P 500, РТС, ММВБ, UХ (за капіталізацією), Nikkei 225 (за ціною), FTSE-100, Nasdaq-100, САС-40, ПФТС,
Геометричні	середньої геометричної (не зваженої)	$I = \left(\prod_{i=1}^n P_{it} \right)^{1/n}$	Враховує вплив обраних цінних паперів пропорційно фактичному їх стану на ринку	Відсутні вагові коефіцієнти, через це більший вплив на індекс можуть надавати акції, що мають максимальний та мінімальний темпи зростання	FT-30, Nasdaq Composite
	середньої геометричної зваженої	$I = I_0 \left(\frac{\prod_{i=1}^n P_{it}}{\prod_{i=1}^n P_{i0}} \right)^{1/n}$	Враховує фактичний стан попиту та пропозиції на цінні папери на ринку з відображенням відмінності в їх капіталізації та рівня ліквідності	Важкість визначення вагових коефіцієнтів, що адекватно відбивають відмінності цінних паперів відносно капіталізації та ліквідності	Вел'ю Лайн Композит (Value Line Composite Average)

* де, P_i – ринкова ціна i -ї акції; n – кількість акцій в індексі; D – поправочний коефіцієнт (divisor); I_1 – значення індексу в поточному періоді не співставне із значенням індексу в базисному періоді; I_2 – умовне (розраховане за старим списком індексу) значення індексу в поточному періоді, співставне із значенням індексу в базисному періоді; w_i – вага i -х акцій; P_{i0} – ціна i -ї акції в базовому періоді; P_{it} – ціна i -ї акції в поточному періоді; I_0 – значення індексу в базисному періоді; N_{it} – кількість акцій i -ї корпорації, акції якої використовуються при розрахунку фондового індексу на момент часу t ; N_{i0} – кількість акцій i -ї корпорації, акції якої використовуються при розрахунку фондового індексу на поточний період часу

Джерело: авторське узагальнення

Як бачимо, більшість провідних фондових індексів – це ланцюгові індекси, зважені за капіталізацією емітентів з урахуванням частки цінних

паперів, що перебувають у вільному обігу. При використанні цього методу враховуються розмір компанії та масштаби здійснення операцій на фондовому ринку. Вони розраховуються як відношення сумарної ринкової капіталізації акцій, включених в список для розрахунку індексу, до сумарної ринкової капіталізації на початкову дату, помножене на значення індексу на початкову дату і на коригуючий коефіцієнт.

У цьому випадку зміна індексу відповідає відносній зміні середньої ринкової вартості основних фондів. Індекс, зважений за капіталізацією, має макроекономічний сенс і може бути зіставлений з іншими макроекономічними параметрами. Це відкриває широкі можливості для його використання в макроекономічних моделях і прогнозах.

Взагалі, окремим чином розраховується основний німецький індекс DAX-30, який представляє з себе сумарний дохід на капітал.

Вітчизняні фондові індекси налічують велику групу показників. Ми звернемо увагу лише на деякі, які мають популярність серед аналітиків та інвесторів (табл. 4.11).

Для того, щоб фондовий індекс адекватно відображав процеси, що відбуваються в економіці та на фондовому ринку, і якомога менше залежав від суб'єктивних факторів, таких, як маніпулювання цінами окремих фінансових інструментів, корпоративна політика компаній-емітентів, що включає нові емісії, дроблення або консолідацію акцій, випуск варантів і т.п., необхідно застосовувати правильні і обґрунтовані методики розрахунку фондових індексів. Крім того, розуміння методики розрахунку індексу необхідно для правильної інтерпретації його змін.

Як ми уже відмічали, фондовий індекс це розрахунковий показник, який виступає в якості оцінки певної групи цінних паперів на основі цін угод або котирувань по цих цінних паперах. Тобто, індекси потрібні щоб оцінити ринок загалом, не концентруючи увагу на окремих цінних паперах. Якість (репрезентативність) індексу, з нашої точки зору, визначається такими показниками як:

- якість кошику цінних паперів;
- методи розрахунку;
- можливість маніпулювання;
- ліквідність.

Таблиця 4.11 – Загальна характеристика основних вітчизняних фондових індексів

Вид індексу	База розрахунку	Характеристика розрахунку	Недоліки
Широкий індекс фондового ринку UAI 50 (розраховується інформаційним агенством Fundmarket)	Ціни 50 найбільш ліквідних акцій України, на основі цін біржі ПФТС	Є капіталізаційним, зваженим. Ваги визначаються на основі показника ліквідності, скоригованої на free-float емітента, обсягів торгів за певний період часу і ринкову капіталізацію. Всі фактори співвідносяться в пропорції 5:2:2:1	В основу розрахунку беруться ціни тільки однієї біржі, що може викривити індекс у разі падіння ліквідності майданчику. Широка база розрахунку робить індекс запізнілим індикатором ринку в цілому. Поганий аналітичний супровід і не частий перегляд бази розрахунку
Індекс КР-Dragon (розраховується компанією СП ТОВ «Драгон Капітал»)	Ціни 20 найбільш ліквідних українських акцій, з них 13 акцій торгуються в Україні і 7 – за кордоном	Обчислюється: капіталізація акцій, що знаходяться у вільному обігу ділиться на капіталізацію станом на 5 травня 1997 р. та множиться на 1000 та поправочний коефіцієнт. Ціни акцій в іноземній валюті перераховуються на базі курсу в обмінних пунктах	За рахунок валютної складової індекс несе в собі нехарактерні ризики, не пов'язані з ціною активу безпосередньо. Оскільки індекс розраховується учасником ринку, може існувати особистий інтерес у значенні індексу як такого. Через обмеження ваги паперу в 15%-й поріг існує ризик заниження ваги акцій з високою капіталізацією
Індекс ПФТС (розраховується фондовою біржею ПФТС)	Є композитним індексом з 20 ліквідних акцій, найбільш ключових для економіки України	Ціновий індекс. Розраховується на основі зміни капіталізації free-float паперів в індексі. Вага кожної акції обмежується в 15% за допомогою додаткових коефіцієнтів. Значення множиться на поправочний коефіцієнт.	Оскільки індекс ваговий, класичною проблемою є несправедливе обмеження висококапіталізаційних компаній. Низький показник ліквідності спотворює індекс
Індекс українських акцій UX (розраховується фондовою біржею «Українська біржа»)	10 (раніше 15) найбільш ліквідних акцій, що торгуються на Українській біржі. Являє собою індекс блакитних фішок України	Схожий з індексом ПФТС, однак має більш вузьку базу і перегляд параметрів і корзини проходить раз на квартал. Відмінності також в правилах відбору паперів кошику.	Мала база розрахунку може не відобразити всіх сфер економіки і в силу математичних розрахунків може бути піддана маніпуляціям, як і інші індекси

Джерело: сформовано автором

Маючи таку властивість як репрезентативність, індикатори фондового ринку повинні включати в себе найбільш об'єктивні і авторитетні індикатори економічного розвитку країни. Потрібно зазначити, що саме таким

індикатором виступає валовий внутрішній продукт (ВВП). Зв'язок фондового ринку з економічною активністю країни спостерігається саме через цей показник. Згідно «Методики розрахунку валового внутрішнього продукту виробничим методом і за доходами» розрахунок ВВП країни виробничим методом проходить 8 етапів. Проілюструємо процес в табличному вигляді навівши аналогію визначення чистого прибутку підприємства (табл. 4.12).

Таблиця 4.12 – Основні етапи розрахунку ВВП країни та чистого прибутку підприємства

Етапи	Розрахунок ВВП	Розрахунок чистого прибутку
1 етап	Визначається випуск за кожним видом економічної діяльності	Визначається дохід від реалізації продукції
2 етап	Визначається проміжне споживання	Визначення собівартості реалізованої продукції (включаючи всі змінні і постійні витрати)
3 етап	Розраховується валова додана вартість (ряд 1 – ряд 2)	Визначається валовий прибуток (збиток)
4 етап	Визначення витрат на послуги фінансового посередництва	Розрахунок суми процентів і інших фінансових витрат
5 етап	Визначення податків на продукти в цілому по економіці	Визначення податку на прибуток від звичайної діяльності
6 етап	Визначення субсидій з бюджету; коригуються на заборгованість перед бюджетом	Визначення надзвичайних доходів/витрат
7 етап	Визначення чистих податків шляхом вирахування з суми податків субсидій (ряд 5-ряд 6)	Коригування податку від звичайної діяльності на надзвичайні доходи/витрати
8 етап	Кінцевий розрахунок ВВП (ряд 3 - ряд 4 + ряд 7)	Кінцевий розрахунок чистого прибутку (ряд 3 – ряд 4 + ряд 7)

Джерело: сформовано автором

Із вище наведених етапів розрахунку ВВП країни, для нас ключовим буде третій етап на якому відбувається розрахунок показника валової доданої вартості. Необхідно акцентувати увагу саме на ньому, оскільки це дає можливість оцінити діяльність підприємства без податкової оптимізації, бо саме на етапі сплати податків, фінансових витрат і інших не операційних статей відбувається велика частина тінізації прибутку. До того ж, визначення валової доданої вартості відбувається в розрізі видів економічної діяльності, що дозволяє оцінити вклад окремої галузі в економіку.

На сьогодні в Україні існує декілька фондових індексів, що можуть потенційно слугувати індикатором подальшого прогнозування динаміки ВВП, але оскільки склад індексних кошиків є не достатньо широким і галузево-розгалуженим, ми вважаємо, що існує необхідність створити фондовий індекс ВВП-утворюючих компаній.

Адекватність і репрезентативність даного індексу буде забезпечувати обґрунтоване припущення, що «ціна включає все». Це означає, що ціна ринкових угод з цінними паперами укладається з урахуванням всіх наявних факторів і фундаментальних показників, якими оперує інвестор. Вся необхідна інформація про діяльність компанії доступна широкому загалу з офіційних джерел і достовірність її знаходиться в полі відповідальності безпосередньо емітента. Таким чином інвестор, маючи за мету придбання акцій відповідної компанії, спираючись на весь масив фундаментальної, технічної і (можна припустити навіть інсайдерської) інформації робить справедливую оцінку вартості цінного паперу встановлюючи зазвичай коридор цін, при якому він згоден придбати актив. Тобто інвестор, при нормальних умовах стану фондового ринку купуючи/продаючи цінні папери, дає суб'єктивну оцінку справедливої вартості активу. Адже угоди здійснюються за цінами, які є прийнятними і обґрунтованими для потенційного акціонера. Можливий стан ринку, коли відбуваються значні події, ключові для світової економіки (як то дефолт країни або великої корпорації), або значні правочини локальних гравців ринку (продаж активів пайового фонду у зв'язку з закінченням строку функціонування, або навпаки вихід з покупками активного гравця) всі ці фактори можуть спричинити панічні продаж/купівлю і вивести ринок на новий рівень. В такому випадку визначення цін угод, а відповідно і зміна індексу відбувається не на основі раціональної оцінки фінансових активів, а відповідно до зміни ринкової кон'юнктури. І тут повинні бути створені механізми, які будуть нівелювати такі відхилення нормального ринку і згладжувати відверто неадекватні ціни угод.

Репрезентативний фондовий індекс ВВП-утворюючих компаній можливо створити тільки тоді, якщо сформувати розрахункову базу якнайбільш близьку до структури ВВП за доходами. Оскільки саме дохід є орієнтиром оцінки ефективності діяльності компанії і спостерігається вертикальний процес трансформації ефективності на макрорівні у інтегральний показник ефективності економіки, тобто у ВВП на макрорівні, причому цей процес має дзеркальне відображення на фондовому ринку саме через ціни на акції компанії. Перед нами постає завдання поєднати акції у правильній пропорції і відсікати «ринковий шум».

Не вирішивши ці завдання – неможливо побудувати адекватний індекс, що відображає ціни ВВП-утворюючих цінних паперів. Найбільш вдалим в нашому випадку, буде зважений капіталізований індекс, структура якого буде сформована відповідно до ВВП України. В даному випадку, необхідно сформувати портфель акцій, до якого будуть відбиратися акції, які мають у вільному обігу не менше 5 % акцій, що обертаються на організованому ринку і за якими в день проходить не менше 5 угод.

В даний індекс потрібно ввести найбільш ліквідні акції підприємств – флагманів у своїй галузі. В результаті вийде міжгалузевий фондовий індекс ВВП-утворюючих компаній. Галузі економіки в макроекономічних рахунках згруповані по видам економічної діяльності. Детальна класифікація видів економічної діяльності буде розглянута нижче.

До індексного кошику повинні ввійти цінні папери емітентів цих галузей у відповідній пропорції, але буде невелике відхилення від запропонованого індексного кошику, тому що установи деяких галузей є виключно державними, або зовсім не мають практики випуску цінних паперів. До таких галузей відносяться галузь освіти та охорони здоров'я та надання соціальної допомоги.

В загальному вигляді формула розрахунку запропонованого нами індексу буде виглядати наступним чином:

$$IGDP_n = Z_n * IGDP_1 * \frac{MC_n}{MC_{n-1}} \quad (4.2)$$

де $IGDP_n$ – значення індексу на день n ;

Z_n – поправочний коефіцієнт;

$IGDP_1$ – базове значення індексу в перший день розрахунку;

$MC_{n,n-1}$ – ринкова капіталізація індексного кошику цінних паперів на день (момент) розрахунку та $n-1$ відповідно.

При цьому ринкова капіталізація буде розраховуватися за наступною формулою:

$$MC_n = \sum_{i=1}^N P_i \times Q_{W\%} \times C_i \quad (4.3)$$

де P_i – ціна i -их акцій на розрахункову одиницю часу;

$Q_{W\%}$ – кількість цінних паперів в емісії i -их акцій, що відповідає частці галузі в сукупній структурі доданої вартості;

C_i – ваговий коефіцієнт, який обмежує частку i -их акцій в загальній капіталізації портфеля.

Ваговий коефіцієнт розраховується класичним способом і є додатковим стримуючим фактором для спотворення репрезентативності індексу. Вага кожного цінного паперу в індексі не повинна перевищувати 30 %, що є признаною світовою практикою.

Ціна цінного паперу розраховується як ціна останньої угоди в момент розрахунку індексу. При цьому для коректності відсікаються ціни угод, величина яких перевищує попередню ціну закриття i -их акцій на 50 і більше відсотків. Так само, для розрахунку індексу необхідно відбирати ціни, які

сформувалися при торгах в умовах анонімного аукціону або ж на організованих торгах ринку котирувань.

Показник Q розраховується як:

$$Q = Q_e \times W_{GDP} \times \frac{1}{n_b} \quad (4.4)$$

де Q_e – кількість акцій в емісії підприємства;

W_{GDP} – внесок визначеної галузі в структуру сукупної доданої вартості n-1 року.

n_b – кількість емітентів відповідної галузі в індексній корзині.

Коефіцієнт Z_n потрібен щоб нівелювати всі події, що відбуваються з акціями індексного кошику. Він перераховується кожен раз, коли змінюється склад індексної корзини, параметри індексу, або відбуваються корпоративні події емітентів. Змінюючи склад індексу і його параметрів, ми не змінюємо його властивостей за допомогою даного коефіцієнта.

Розраховується він за такою формулою:

$$Z_{n+1} = Z_n \times \frac{MC_n}{MC_{n+1}} \quad (4.5)$$

де Z_{n+1} – нове значення коефіцієнту;

Z_n – попереднє значення;

MC_n – попереднє значення капіталізації цінних паперів;

MC_{n+1} – капіталізація, розрахована після врахування суттєвих дій.

Отже, визначившись з теоретичною частиною побудови індексу, можна перейти до формування індексного кошика на основі даних про обсяг торгів, показник free-float акцій, а також інших факторах. Взавши до уваги показники ліквідності акцій та free-float акцій, складемо індексну корзину.

Для аналізу було відібрано акції, з обсягом торгів більше 100 тис. грн. за півроку. Виключення становили лише цінні папери, єдині в своїй галузі і класі та через брак ліквідних акцій на організованому ринку. Розподіл підприємств за видами економічної діяльності здійснювався на основі «Методики розрахунку валового внутрішнього продукту виробничим методом і за доходами» (Наказ Держкомстату України від 08.11.2004. № 610) [166], а також даними про виробництво та розподіл валового внутрішнього продукту за видами економічної діяльності (2002-2010 рр.) [91].

Згідно зазначеної Методики [166] у структурі ВВП виділяють наступні галузі:

- сільське господарство, мисливство, лісове господарство;
- добувна промисловість;
- переробна промисловість;
- виробництво та розподілення електроенергії, газу та води;
- будівництво;
- торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку;
- діяльність транспорту та зв'язку;
- освіта;
- охорона здоров'я та надання соціальної допомоги;
- інші види економічної діяльності;
- оплата послуг фінансових посередників.

При відборі акцій для індексного кошика проранжуємо окремо по кожній галузі акції за ліквідністю і відберемо принаймні по одному підприємству з галузі, що входить до відповідного класу економічної діяльності. При цьому необхідно, щоб до кошику потрапили акції підприємств всіх галузей, що входять до окремого виду економічної діяльності. Склад видів економічної діяльності розшифровується в Методиці в додатку 2 («Перелік видів економічної діяльності») [166]. Головними умовами відбору акцій є висока ліквідність (обсяг угод зазначений нами

вище), коефіцієнт free-float – 5 % і більше, а також прозорість корпоративної політики і бізнесу. Якщо акції за якимись причинами не можуть бути включеними до індексного кошику, то така галузь не буде представлена, доки виявлені негативні фактори не будуть усунені.

Для вибору підприємств до індексного кошика звернемося до даних щодо торгів на одній із провідних вітчизняних фондових бірж – ПАТ «Українська біржа». В додатку С представлено дані щодо обсягу укладених угод з цінними паперами емітентів ВВП-утворюючих галузей за період з 01.01.2012 р. по 31.05.2012 р. та рекомендації щодо включення акцій підприємств до індексного кошику.

В таблиці 4.13 наведено структуру валової доданої вартості та відповідно до додатку С визначено підприємства відповідної галузі, що можуть найбільш вдало сформувавши структуру фондового індексу ВВП-утворюючих компаній.

Таблиця 4.13 – Характеристика емітентів, цінні папери яких можуть входити в запропонований індекс

Вид економічної діяльності	Валова додана вартість, млн. грн.	Валова додана вартість, % від загальної суми	Емітент	Обсяг емісії акцій, шт.	free-float, %
Сільське господарство, мисливство, лісове господарство	37258	12	ПАТ «Яготинський райагротехсервіс» (ЄДРПОУ 13724194)	2875057	47,44
			ПАТ «Рівнеазот» (ЄДРПОУ 05607824)	340376120	20,13
Добувна промисловість	12518	4	ПАТ «Шахтоуправління Покровське» (ЄДРПОУ 13498562)	848535 009	5,36
			ВАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат» (ЄДРПОУ 00191282)	191000000	3,00
Переробна промисловість	64124	20	ПАТ «Пиво-безалкогольний комбінат «Славутич» (ЄДРПОУ 00377511)	949692014	7,17
			ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод» (ЄДРПОУ 05763814)	114679552	9,00
			ВАТ «Авдіївський коксохімічний завод» (ЄДРПОУ 00191075)	195062500	14,00
			ПАТ «Алчевський металургійний комбінат» (ЄДРПОУ 05441447)	25775254803	5,00
			ПАТ «Мотор січ» (ЄДРПОУ 14307794)	2077990	20,00
Виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	12423	4	ВАТ « Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго» (ЄДРПОУ 22927045)	369407108	22,00
			ВАТ «Донбасенерго» (ЄДРПОУ 23343582)	23644301	14,00
Будівництво	14463	4	ПАТ «Мостобуд» (ЄДРПОУ 1386326)	579940	27,59
Оптова та роздрібна торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	41057	13	ПАТ АК Богдан Моторс (5808592)	4405429458	41,05
Діяльність транспорту та зв'язку	42694	13	ПАТ «Укртелеком» (ЄДРПОУ 21560766)	18726248000	7,21
Освіта	16252	5	н/д		
Охорона здоров'я та надання	10952	3	ВАТ «Галичфарм» (ЄДРПОУ 05800293)	1418520	н/д

Продовження таблиці 4.13

Вид економічної діяльності	Валова додана вартість, млн. грн.	Валова додана вартість, % від загальної суми	Емітент	Обсяг емісії акцій, шт.	free-float, %
соціальної допомоги					
Інші види економічної діяльності	66580	21	ПАТ «Концерн Стірол» (ЄДРПОУ 05761614)	27125280	9,00
			ПАТ «Харцизький трубний завод» (ЄДРПОУ 00191135)	2598495120	8,21
			ПАТ «Укрнафта» (ЄДРПОУ 00135390)	54228510	8,00
Оплата послуг фінансових посередників	5275	2	ПАТ «Укрсоцбанк» (ЄДРПОУ 00039019)	12694986050	4,00
Всього	323596	100			

Джерело: узагальнено на основі [292, 3, 91]

В подальшому необхідно визначити структуру індексного кошику виходячи з наведених даних в таблиці 4.13, а також розрахувати початкову капіталізацію індексу (табл. 4.14).

Таблиця 4.14 – Розрахунок основних показників необхідних для визначення фондового індексу

Емітент	Валова додана вартість, млн. грн.	Валова додана вартість, % від загальної суми	1/n	Обсяг емісії акцій, шт.	Ціна,* грн.	Капіталізація*, грн.	Обмеження	Зважена капіталізація*	Вага акцій, %
ПАТ «Яготинський райагротехсервіс»	37258	12	0,50	2875057	0,25	718764	1	41378,32	0,00
ПАТ «Рівнеазот»		12	0,50	340376120	1,04	353991165	1	20378810,03	0,85
ПАТ «Шахтоуправління Покровське»	12518	4	0,50	334879267	1,10	933388510	1	18053618,35	0,75
ВАТ «Полтавський гірничо-збагачувальний комбінат»		4	0,50	191000000	13,79	2633890000	1	50944750,58	2,12
ПАТ «Пиво-безалкогольний комбінат «Славутич»	64124	20	0,20	949692014	2,35	2231776233	1	88450054,49	3,68
ПАТ «Крюківський вагонобудівний завод»		20	0,20	114679552	16,4	1880744653	1	78479404,26	3,10
ВАТ «Авдіївський коксохімічний завод»		20	0,20	195062500	3,02	589088750	1	23346844,22	0,97
ПАТ «Алчевський металургійний комбінат»		20	0,20	25775254803	0,06	1546515288	1	61291700,97	2,55
ПАТ «Мотор січ»		20	0,20	2077990	2171	4511316290	1	178793091,25	7,45
ВАТ «Державна енергогенеруюча компанія «Центренерго»	12423	4	0,50	369407108	5,08	1876588109	1	36021542,41	1,50
ВАТ «Донбасенерго»		4	0,50	23644301	20,25	478797095	1	9190620,89	0,38
ПАТ «Мостобуд»	14463	4	1,00	579940	53,6	31084784	1	1389322,58	0,06
ПАТ «АК Богдан Моторс»	41057	13	1,00	4405429458	0,1897	835709968	1	106032658,51	4,42
ПАТ «Укртелеком»	42694	13	1,00	18726248000	0,37	6928711760	0,788	611930223,70	30,00

Продовження таблиці 4.14

Емітент	Валова додана вартість, млн. грн.	Валова додана вартість, % від загальної суми	1/n	Обсяг емісії акцій, шт.	Ціна,* грн.	Капіталізація*, грн.	Обмеження	Зважена капіталізація*	Вага акцій, %
ВАТ «Галичфарм»	10952	3	1,00	1418520	90,39	128220023	1	4339564,43	0,18
ПАТ «Концерн «Стирол»		21	0,33	27125280	17,54	475777411	1	32630461,07	1,36
ПАТ «Харцизький трубний завод»		21	0,33	2598495120	1,28	3326073754	1	228113646,35	9,50
ПАТ «Укрнафта»		21	0,33	54228510	190,4	1,0325	1	616074537,87	29,49
ПАТ «Укрсоцбанк»	5275	2	1,00	12694986050	0,19	2412047350	1	39319243,03	1,64
Всього	323596	-	-	-	-	41499548210		2401354981	100,00

* – дані на 01.06.2012 р.

Джерело: власні розрахунки

Отже, за нашими розрахунками зважена капіталізація на 1 червня 2012 року становить 2401354981 грн., що становить 1000 пунктів індексу, коефіцієнт $Z=1$. Цих вихідних даних достатньо, щоб розраховувати індекс щоденно.

За нашими припущеннями даний індекс дозволить оцінювати економічну ситуацію в країні комплексно, і при наявності достовірних даних про ціни угод дозволить оцінити рівень довіри інвесторів до провідних компаній у своїй галузі. Через раціональне ціноутворення на активи, ми оцінюємо галузі і економіку в цілому. Маючи такий інструмент аналізу, який може показувати свою працездатність у виявленні тенденцій, науковці і економісти-практики зможуть пов'язати в єдину макроекономічну систему показники грошового, валютного та фондового ринку, соціально-економічні дані і здійснювати правильні подальші прогнози.

Також даний індекс може бути корисним портфельним інвесторам, як основа для диверсифікованого інвестування в ризикові інструменти (акції). Оскільки фондовий ринок України відноситься до Front market («первинний ринок»), тобто більш чутливий до змін), то волатильність цін може мати дуже значні розміри, що особливо цікаво іноземним інвесторам, охочим до ризику. Портфель сформований за даним підходом сформує більш високу дохідність інвестицій, або гарантований мінімум вищий ніж інвестиції в національні цінні папери.

4.3 Розробка системи індикаторів, що характеризують інфраструктуру фінансового ринку

Необхідність постійного розвитку вітчизняного фінансового ринку, активізації його позиціонування на міжнародних ринках висувають нові вимоги до інфраструктури як до елементу економічної системи. Даній проблемі присвячено значну кількість праць, які надають безліч визначень, характеристик, закономірностей, принципів та факторів, що обумовлюють розвиток інфраструктурних елементів фінансового ринку.

Як ми уже відмічали, останнім часом все більше інвесторів (як вітчизняних так і закордонних) виходить на міжнародний фінансовий ринок, який являє собою складну і різноманітну сутність та структуру. Навіть якщо мова йде тільки про кредитний ринок, то це мільйони суб'єктів як банківського так і небанківського сектору зі своїми унікальними характеристиками. Всі ці суб'єкти розкидані по різних країнах, кожна з яких має свій фінансовий ринок наділений своєю інфраструктурою. Інфраструктура фінансового ринку тієї чи іншої країни також наділена різноманітними характеристиками, які визначають рівень її доступності, ефективності, якості та престижу. Але все стає ще складніше і різноманітніше, коли мова заходить про вибір джерел інвестування та самого процесу укладання угод купівлі-продажу фінансових активів.

Незважаючи на всю різноманітність та деяку складність фінансового ринку все більше число юридичних та фізичних осіб стають зацікавленими в розумінні його поточного стану, а також у своєчасному відстеженні всіх нових тенденцій цього ринку. Примітно, що це виявляється актуальним не тільки для безпосередніх (професійних) учасників фінансового ринку. В останні роки великий інтерес до даного ринку спостерігається з боку багатьох суміжних сфер бізнесу – страхових компаній, оцінювачів, факторингових та аудиторських компаній, агентств нерухомості, автосалонів

і т.д. Також з боку широкого кола приватних осіб, зацікавлених не тільки у належному зберіганні та заощадженні своїх вільних коштів, але і можливості заробити на цьому ринку.

Очевидно, що як для професіоналів фінансового ринку, так і для простих людей виявляються необхідними прості і доступні індикатори, що дозволяють оперативно стежити за поточною ситуацією на ринку, а також за її змінами.

Взагалі, під індикатором розуміють певний показник (виведений з первинних даних, які зазвичай не можна використовувати для інтерпретації змін), що дозволяє судити про стан або зміну економічної, соціальної чи екологічної змінної.

Поряд з індикаторами розробляються і застосовуються на практиці індекси. Що стосується індексу, то це агрегований або зважений індикатор, заснований на декількох інших індикаторах або даних. Використання індексів прийнятно там, де добре зрозумілі причинно-наслідкові зв'язки. Індикатори майбутнього є обов'язковими для багатьох повсякденних рішень, але вони, звичайно, можуть мати недоліки, і навіть при детальному опрацюванні вони будуть залишатися недосконалими.

Основною метою введення індексів є оцінка ситуації чи події, для прогнозу розвитку ситуації, що склалася і розробки її вирішення. Індекси можуть служити рекомендаційною базою при прийнятті значущих управлінських рішень. Індекси та індикатори застосовуються для обґрунтування прийнятого рішення за допомогою кількісної оцінки і спрощення.

Виділяють два підходи до побудови індексів та індикаторів:

- 1) Побудова системи індикаторів, за допомогою яких можна судити про окремі аспекти розвитку: екологічні, соціальні, економічні та інш.
- 2) Побудова інтегральних, агрегованих індексів, за допомогою яких можна комплексно судити про розвиток країни, регіону, галузі, ринку.

Основна роль індикаторів зводиться до наступного:

1) Індикатори використовуються для обґрунтування прийнятого рішення за допомогою кількісної оцінки і спрощення.

2) Індикатори допомагають інтерпретувати зміни.

3) Використання індикаторів дозволяє виявляти недоліки в певному процесі або явищі.

4) Індикатори дозволяють полегшити доступ до інформації для різних категорій користувачів.

5) Індикатори полегшують обмін науково-технічною інформацією.

Крім того, індикатори та індекси повинні відповідати таким критеріям:

- володіти чутливістю;
- легко і однозначно інтерпретуватися;
- поєднувати в собі різні економічні, соціальні та інші аспекти;
- бути науково обґрунтованими;
- мати кількісне вираження;
- бути репрезентативними і т.д.

Індикатори та індекси можуть бути також класифіковані по ієрархічних рівнях: глобальному, регіональному, національному та локальному.

Наприклад, для вибору країни ведення бізнесу інвестори можуть скористатися різноманітними рейтингами та індексами, інформація та дані яких значно полегшують процес прийняття рішення щодо вибору країни та її ринків. В таблиці 4.15 наведені види різноманітних міжнародних рейтингів та індексів і місце України в них серед визначеної кількості країн, що входять в той чи інший рейтинг (індекс).

Як ми бачимо, дані рейтингів, що наведені в таблиці 4.15 дають змогу їх користувачам швидше оцінити ситуацію, яка існує в країні, що їх цікавить. Україна в цих рейтингах займає місця або нижче середнього, або зовсім знаходиться в кінці рейтингу.

Що стосується індикаторів фінансової складової економіки країни, то з метою визначення типу інституційної фінансової структури, також особливу увагу приділяли розробці основних показників її вимірювання.

Таблиця 4.15 – Види міжнародних рейтингів та місце України серед інших країн

Назва рейтингу (індексу)	Кількість країн, що входять до рейтингу (індексу)	Місце України в рейтингу за роками					
		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Конкурентоспроможність економіки (World Competitiveness Yearbook)	59	46	54	56	57	56	55
Економічні свободи (Index of Economic Freedom)	184	125	133	152	162	164	163
Конкурентоспроможність економіки (The Global Competitiveness Index)	142	69	73	72	87	89	82
Умови ведення бізнесу (Doing Business)	183	128	139	145	142	149	152
Інноваційність економіки (Global Innovation ratings)	125	75	79	79	61	60	71
Рівень корупції (Corruption Perceptions Index)	182	118	134	146	134	152	144
Інтеграція в світову економіку (Global Connectedness Index)	125	65	53	56	56	52	53

Джерело: сформовано автором

Особливий внесок у даному контексті було зроблено такими закордонними вченими як Деміргук-Кант та Лівайн, які виділили три основних показника розвитку фінансових посередників та ринків: розмір, активність та ефективність, а також розробили інтегральний індекс фінансової структури, який дає змогу класифікувати країну як банкоцентричну, або як засновану на розвитку фінансових ринків [393, 375].

Відповідно до показників, що стосуються банківського сектору вони відносять:

- показники розміру:

а) ліквідні зобов'язання/ВВП;

б) активи банків/ВВП;

- показники активності:

а) вимоги депозитарних банків до приватного сектора/ВВП;

б) вимоги інших фінансових інститутів до приватного сектора/ВВП;

- показники ефективності:

- а) накладні витрати/активи банків;
- б) банківська чиста маржа по відсотках.

Відносно фондового ринку:

- показники розміру:

- а) капіталізація ринку/ВВП;

- показники активності:

- а) загальна вартість активів, що торгуються/ВВП;

- показники ефективності:

- а) коефіцієнт обороту.

Відносно фінансової структури:

- показники розміру:

- а) активи банків/капіталізація;

- показники активності:

- а) кредити банків/торги на фондовому ринку;

- показники ефективності:

а) торги на фондовому ринку в порівнянні з накладними витратами банків;

- б) торги на фондовому ринку в порівнянні з відсотковою маржею [219].

Дані індикатори за своєю природою є не досить складними в розрахунку і зрозуміло, що прості показники не можуть врахувати всіх деталей, і для прийняття серйозних рішень досить часто буває необхідно проводити більш детальні дослідження. Але в більшості випадків, простих індикаторів виявляється досить для оперативного щоденного моніторингу ринку. Наприклад, на фондовому ринку вже дуже давно розроблені різні індекси, про які мова йшла у попередньому підрозділі нашої роботи. Крім того, широко використовуються такі показники, як курси валют, облікова ставка, ціна унції золота, що дозволяють швидко орієнтуватися в ситуації і розуміти, що в даний момент дорожчає, а що дешевшає.

При розробці комплексних індексів розвитку, різними організаціями часто використовується досить складна система показників, збір інформації по яких є трудомістким і дорогим завданням.

Повертаючись до фінансового ринку, то потрібно відзначити, що даний ринок не тільки переробляє величезну кількість різноманітних даних, але і є найбільшим постачальником найважливішої фінансово-економічної інформації. Безумовно, основним інформаційним «товаром» ринку є біржові котирування акцій, відомості про ціни облігацій, валютні курси, процентні ставки. Щоденні ділові видання (газети: англійська «Financial Times», американська «The Wall Street Journal», російські «Ведомости» і «Коммерсант»; теле-і радіопрограми; сайти Internet) регулярно доводять до користувачів цю інформацію. Повністю усвідомити та запам'ятати такі обсяги щоденних фінансових новин одній людині неможливо, та й не потрібно. Настільки докладні відомості необхідні учасникам ринку тільки по тим інструментам і компаніям, на яких вони спеціалізуються. У той же час величезну цінність для них представляє узагальнена інформація про стан ринку в цілому, одержавши яку вони могли б швидко оцінити характер основних тенденцій, що превалюють на даний момент. Перш за все таку інформацію учасникам ринку можуть надавати різні зведені (композитні) індекси, що регулярно публікуються у фінансових виданнях.

Отже, ми бачимо, що існує безліч різноманітних досконалих і не досконалих індикаторів, рейтингів які використовуються для прийняття певних стратегічних, управлінських, інвестиційних рішень. Але ринок не знає жодного індикатора, який би характеризував інфраструктуру фінансового ринку з точки зору її розвиненості, доступності, швидкості в обслуговуванні і т.д.

Для реалізації комплексної програми розвитку інфраструктури фінансового ринку окремої держави і світу в цілому необхідні комплексні та узагальнені показники, що характеризують стан і динаміку розвитку такої інфраструктури.

На жаль, на даний момент часу в світі немає жодного загально визнаного індикатора відносно інфраструктури фінансового ринку. Хотілось би також зазначити, що ні міжнародні організації, ні державні установи, ні науковці практично не розробляють підходи до вирішення цієї проблеми. Тому, розробка таких показників є з наукової точки зору досить привабливою та перспективною ідеєю. Отже, ми пропонуємо створити таку систему індикаторів, які будуть характеризувати інфраструктуру фінансового ринку, в тому числі і в порівнянні з іншими країнами. До таких індикаторів ми віднесемо індекс росту, індекс масштабу та індекс активності.

Відмічаємо, що вся система індикаторів відносно інфраструктури фінансового ринку вимірює рівень розвитку і впливу інфраструктури на розвиток самого фінансового ринку за різними параметрами, об'єднаними у три основні групи:

1. Оцінка рівня розвитку і якості інфраструктури фінансового ринку в країні, а також її регуляторних аспектів.
2. Оцінка рівня та інтенсивності використання інфраструктури фінансового ринку в країні.
3. Оцінка економічних, соціальних, і навіть політичних показників розвитку держави в контексті впливу на них інфраструктури фінансового ринку.

1. Індекс росту.

Запропонований нами до розрахунку індекс росту показує усереднене відношення об'ємних показників діяльності інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку різних років до базового року.

Індекс росту розраховується як середньгеометричне індексів 4-х груп показників (активи банківського сектора, активи небанківського сектора, активи компаній фондового ринку і обороти фінансового ринку) за формулою:

$$I^T = \sqrt[4]{\prod_{j=1}^4 I_j^T} \quad (4.6)$$

де I^T – індекс росту за рік T ;

I_j^T – індекс росту j групи показників за рік T .

Розраховуючи індекс росту ми повинні визначити індекс росту групи, який розраховується через відношення відповідних об'ємних показників фінансового ринку різних років до базового року за формулою:

$$I_j^T = \sqrt[N]{\prod_{i=1}^N (X_i^T / X_i^{T_0})} \quad (4.7)$$

де X_i^T – значення i -го показника за рік T ;

$X_i^{T_0}$ – значення i -го показника в базовому періоді;

N – кількість показників, що розглядаються в групі.

Для прикладу розрахуємо індекс росту інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку України за 2008-2012 рр. Об'ємні показники діяльності інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку України занесемо в таблицю табл. 4.16.

Таблиця 4.16 – Об'ємні показники діяльності інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку України, млрд грн.

Показники	Роки					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Банківський сектор						
Сукупні активи банківської системи	599,40	926,09	880,30	942,09	1054,28	1127,19
Небанківський сектор						
Активи кредитних спілок	5,26	6,07	4,22	3,43	2,39	2,55
Активи фінансових компаній	3,27	6,01	7,58	10,23	17,58	20,00*
Активи юридичних осіб публічного права	1,93	3,27	4,51	6,43	5,51	4,23
Активи інших кредитних установ	1,12	3,25	3,09	2,50	3,9	4,23
Активи ломбардів	0,37	0,53	0,62	0,89	1,20	1,44
Активи не фінансових компаній (фінансовий лізинг)	11,65	7,73	2,22	3,48	8,72	7,34
Фондовий ринок						
Активи ІСІ	40,78	67,84	82,27	109,31	132,13	160,42
Номінальна вартість цінних паперів, що належать власникам цінних паперів (за даними зберігачів)	201,39	299,73	266,41	413,52	541,65	620,89
Номінальна вартість цінних паперів, що належать власникам цінних паперів (за даними реєстраторів)	167,98	193,31	219,31	196,69	70,42	31,68

Продовження таблиці 4.16

Показники	Роки					
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Обороти фінансового ринку						
Оборот валютного ринку	209,10	275,00	180,30	221,80	391,10	564,00
Обсяг торгів акціями на фондових біржах	13,61	11,82	13,54	43,75	68,59	21,54
Обсяг торгів облігаціями підприємств на фондових біржах	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42	26,35
Обсяг торгів облігаціями місцевих позик на фондових біржах	0,79	0,46	0,03	0,14	0,46	6,39
Обсяг торгів державними облігаціями на фондових біржах	2,77	8,55	8,18	60,86	99,12	178,78
Обсяг торгів похідними (деривативами) на фондових біржах	0,05	0,12	0,05	3,73	23,82	24,78
Обсяг торгів цінними паперами ІСІ на фондових біржах	0,43	0,20	7,14	16,10	22,03	5,84
Обсяг виконаних договорів торговцями цінних паперів	754,31	883,42	1067,26	1537,79	2147,52	2530,87

* - офіційні дані відсутні, тому для правильності розрахунку індексу росту автором зроблені припущення

Джерело: сформовано автором

На основі систематизованих даних за 2007-2012 рр. в таблиці 4.17 наведені розрахунки індексу росту інфраструктури фінансового ринку України згідно формули 4.7 та 4.6.

Таблиця 4.17 – Індекс росту інфраструктури фінансового ринку України

Показники	Роки				
	2008	2009	2010	2011	2012
Індекс банківського сектора	1,55	1,47	1,57	1,76	1,88
Сукупні активи банківської системи	1,55	1,47	1,57	1,76	1,88
Індекс небанківського сектора	1,46	1,25	1,49	1,97	1,98
Активи кредитних спілок	1,15	0,80	0,65	0,45	0,48
Активи фінансових компаній	1,84	2,32	3,13	5,38	6,12
Активи юридичних осіб публічного права	1,69	2,34	3,33	2,85	2,19
Активи інших кредитних установ	2,90	2,76	2,23	3,48	3,78
Активи ломбардів	1,43	1,68	2,41	3,24	3,89
Активи не фінансових компаній (фінансовий лізинг)	0,66	0,19	0,30	0,75	0,63
Індекс фондового ринку	1,42	1,52	1,86	1,54	1,32
Активи ІСІ	1,66	2,02	2,68	3,24	3,93
Номінальна вартість цінних паперів, що належать власникам цінних паперів (за даними зберігачів)	1,49	1,32	2,05	2,69	3,08
Номінальна вартість цінних паперів, що належать власникам цінних паперів (за даними реєстраторів)	1,15	1,31	1,17	0,42	0,19
Індекс обороти фінансового ринку	1,15	1,00	3,63	8,00	9,67
Оборот валютного ринку	1,32	0,86	1,06	1,87	2,70
Обсяг торгів акціями на фондових біржах	0,87	0,99	3,21	5,04	1,58
Обсяг торгів облігаціями підприємств на фондових біржах	0,96	0,41	0,39	1,23	1,52
Обсяг торгів облігаціями місцевих позик на фондових біржах	0,58	0,04	0,18	0,58	8,09
Обсяг торгів державними облігаціями на фондових	3,09	2,95	21,97	35,78	64,54

Продовження таблиці 4.17

Показники	Роки				
	2008	2009	2010	2011	2012
біржах					
Обсяг торгів похідними (деривативами) на фондових біржах	2,40	1,00	74,60	476,40	495,60
Обсяг торгів цінними паперами ІСІ на фондових біржах	0,47	16,60	37,44	51,23	13,58
Обсяг виконаних договорів торговцями цінних паперів	1,17	1,41	2,04	2,85	3,36
Індекс росту інфраструктури фінансового ринку	1,39	1,29	1,99	2,56	2,63

Джерело: власні оцінки

За здійсненими розрахунками індексу росту інфраструктури фінансового ринку маємо, що числове значення даного індексу починаючи з 2010 року має тенденцію до зростання. Вагомий вплив на значення індексу справило збільшення торгів на ринку похідними фінансовими інструментами.

2. Індекс масштабу інфраструктури фінансового ринку.

Наступним показником із запропонованої нами системи показників, що характеризують інфраструктуру фінансового ринку є індекс масштабу. Даний показник може використовуватися або для порівняння інфраструктури в регіональному розрізі країни, або вітчизняної інфраструктури фінансового ринку з інфраструктурою інших країн. Індекс масштабу показує співвідношення об'ємних показників інфраструктури фінансового ринку країни з регіональними показниками, або показники світового масштабу з іншими країнами.

Індекс масштабу розраховується за тим же принципом і за тими групами показників, що і індекс росту, тобто як середньгеометричне індексів чотирьох груп показників (активи банківського сектора, активи небанківського сектора, активи компаній фондового ринку і обороти фінансового ринку) за формулою:

$$I_M^T = \sqrt[4]{\prod_{j=1}^4 I_{Mj}^T} \quad (4.8)$$

де I_M^T – індекс масштабу за рік T ;

I_{Mj}^T – індекс масштабу j групи показників за рік T .

Індекс масштабу групи розраховується через відношення відповідних об'ємних показників інфраструктури фінансового ринку регіону (країни) за формулою

$$I_{Mj}^T = \sqrt[N]{\prod_{i=1}^N (X_i^T / Y_i^T)} \quad (4.9)$$

де X_i^T – значення i -го показника регіону (країни) за рік T ;

Y_i^T – значення i -го показника країни (світу) за рік T ;

N – кількість показників, що розглядаються в групі.

Розрахувавши запропонований нами індекс масштабу ми маємо змогу побачити та виявити вплив інфраструктури фінансового ринку на розвиток регіону, або порівняти вітчизняну інфраструктуру з іншими країнами.

3. Інтегральний індекс активності професійних учасників ринку

На фінансовому ринку, на сьогоднішній день, відсутній показник який би визначав активність учасників ринку, перш за все інфраструктурних. Адже значна кількість учасників на ринку не завжди означає якість. Потрібно відмітити, що на тлі низької активності більшості учасників ринку виділяються окремі гравці з підвищеною активністю. В той же час немає чітких критеріїв, які б визначали таку активність суб'єктів інфраструктури фінансового ринку.

Для оцінки і порівняння активності окремих інфраструктурних учасників фінансового ринку ми пропонуємо ввести поняття інтегрального індексу активності інфраструктурного учасника фінансового ринку, розрахунок якого передбачає шість послідовних етапів. Розглянемо більш детально кожен з них.

Етап 1. Вибір показників, що характеризують окремі аспекти діяльності суб'єктів фінансового ринку.

На даному етапі обираються показники, які характеризують інтенсивність та масштабність операцій, здійснюваних суб'єктом фінансового ринку. На нашу думку, для формування індексу активності учасника фінансового ринку доцільно використовувати показники, представлені у таблиці 4.18.

Таблиця 4.18 – Основні чинники, що визначають активність учасника на фінансовому ринку

Назва показника	Одиниця вимірювання	Градiєнт
Кількість укладених учасником ринку угод (X_1)	шт.	Додатний
Середній обсяг однієї угоди (X_2)	грн.	Додатний
Кількість фінансових інструментів, з якими працює учасник ринку (X_3)	шт.	Додатний
Обсяг бази контрагентів, з якими веде роботу учасник ринку (X_4)	шт.	Додатний
Частка операцій у загальному обсязі угод на ринку (X_5)	%	Додатний
Середні витрати часу на укладання однієї угоди (X_6)	хв.	Від'ємний
Період роботи на ринку (T)	років	Додатний

Джерело: сформовано автором

Етап 2. Нормалізація показників.

Оскільки переважна більшість показників, що характеризують діяльність окремих суб'єктів фінансового ринку, представлена у різних одиницях вимірювання або ж є непорівнюваними між собою, необхідною процедурою є попереднє нормування відібраних показників, що забезпечить порівнюваність та співставність сформованої інформаційної бази. Нормалізацію показників-стимуляторів і дестимуляторів будемо виконувати за різними формулами, що пов'язано з необхідністю уніфікації тих чинників, при оцінці яких особа, що приймає рішення, буде орієнтуватися на їх максимальне значення та тих, для яких переважним є їх мінімальне значення.

Нормалізацію показників проведемо за допомогою методу відносної нормалізації:

- для показників-стимуляторів, зростання яких сприяє збільшенню індексу активності учасника фінансового ринку, будемо використовувати формулу (4.10):

$$x_{ij} = \frac{X_{ij}}{X_{i\max}}, \quad (4.10)$$

де x_{ij} – нормалізоване значення i -го показника для j -го учасника фінансового ринку;

X_{ij} – фактичне значення i -го показника для j -го учасника фінансового ринку;

$X_{i\max}$ – максимальне значення i -го показника по всіх учасниках фінансового ринку.

- для показників-дестимуляторів, зростання яких сприяє зниженню індексу активності учасника фінансового ринку, будемо використовувати формулу (4.11):

$$x_{ij} = \frac{X_{i\min}}{X_{ij}}, \quad (4.11)$$

де $X_{i\min}$ – мінімальне значення i -го показника по всіх учасниках фінансового ринку.

Якщо в першому випадку при використанні методу відносної нормалізації градієнт показника залишається незмінним, то в другому випадку він змінюється на протилежний, а отже, в обох випадках будемо мати:

$$x_{ij} \in [0; 1]. \quad (4.12)$$

Етап 3. Визначення вагомості впливу окремих показників, що характеризують активність учасників фінансового ринку.

Наступним етапом дослідження є розрахунок сили впливу кожного показника на загальну активність учасника ринку. Для цього необхідно розрахувати певний ваговий коефіцієнт для кожного з показників. Розрахунок вагового коефіцієнта j -го показника будемо проводити, сформувавши таблицю, у якій визначимо вагомість кожного показника.

Таблиця 4.19 – Ранжування показників за вагомістю

Показники	Вага окремого показника
X_1	1
X_2	4
X_3	5
X_4	3
X_5	2
X_6	6

1 – найвагомійший показник, 6 – найменш вагомий.

Джерело: сформовано автором

Нормування ваг і розрахунок вагових коефіцієнтів проведемо за формулою Фішберна:

$$w_i = \frac{2 \cdot (N - n + 1)}{N \cdot (N + 1)}, \quad (4.13)$$

де w_i – ваговий коефіцієнт i -го показника;

n – вага показника;

N – загальна кількість показників.

Тоді розраховані значення ваговий коефіцієнтів будуть наступними:

$$w_1 = \frac{2}{7}, w_2 = \frac{1}{7}, w_3 = \frac{2}{21}, w_4 = \frac{4}{21}, w_5 = \frac{5}{21}, w_6 = \frac{1}{21}. \quad (4.14)$$

Застосування формули Фішберна дає можливість одержання вагових коефіцієнтів, які в сумі дають одиницю.

Етап 4. Обрання критерію згортки і розрахунок інтегрального індексу активності учасника фінансового ринку.

Для розрахунку інтегрального індексу активності учасника фінансового ринку використаємо наступну формулу:

$$I_j = \sum_{i=1}^n w_i \cdot x_{ij}, \quad (4.15)$$

де I_j – значення інтегрального індексу активності учасника фінансового ринку для j -ого суб'єкта ринку;
 n – загальна кількість показників, що досліджуються.

Оскільки початкові значення показників нами були попередньо пронормовані і знаходяться в межах $[0;1]$, а розраховані значення ваг w_i кожного показника в сумі складають одиницю, то отримані значення інтегрального індексу активності учасника фінансового ринку j -ого суб'єкта ринку I_j теж знаходяться в межах $[0;1]$, причому більшому значенню даного індексу відповідає більш високий рівень ринкової активності.

Етап 5. Розрахунок динамічного індексу активності учасника фінансового ринку.

Оскільки активність економічного суб'єкта визначається не лише показниками, що характеризують його поточну діяльність, а й може розглядатися як результат тривалого процесу його входження і закріплення на ринку, то розрахунок інтегрального індексу активності учасника фінансового ринку повинен враховувати не лише його поточний стан, а й усі його попередні стани. У зв'язку з цим пропонуємо ввести поняття динамічного індексу активності учасника фінансового ринку, який будемо визначати на основі наступної формули:

$$I_{jt}^{dyn} = \frac{1}{2} I_{jt} + \frac{1}{2} \overline{I_{jt-1}},$$

$$\overline{I_{jt-1}} = \frac{(t-1) \cdot I_{jt-1} + (t-2) \cdot I_{jt-2} + \dots + 1 \cdot I_{j1}}{(t-1) + (t-2) + \dots + 1}$$

$$t \in [1; T], \quad (4.16)$$

де I_{jt}^{dyn} – динамічний індекс активності учасника фінансового ринку в періоді t ;

$\overline{I_{jt-1}}$ – усереднене значення індексу активності учасника фінансового ринку за попередні $t-1$ періодів.

При розрахунку динамічного індексу поточному значенню індексу та усередненому значенню попередніх індексів будуть надаватися однакові ваги, що дасть можливість одержати значення індексу, яке знаходиться у діапазоні від 0 до 1. Розрахунок усередненого значення попередніх індексів $\overline{I_{t-1}}$ будемо проводити з використанням формули середньої арифметичної зваженої, що дає можливість ранжування впливу минулих даних у порядку їх віддалення від поточного періоду.

Етап 6. Розподіл учасників фінансового ринку на групи.

Враховуючи безрозмірність та обмеженість розрахованого індексу активності професійних учасників фінансового ринку діапазоном $[0;1]$, пропонуємо визначати наступні групи:

- 1) активні учасники ринку – значення індексу $[0,75;1]$;
- 2) учасники із середньою активністю – значення індексу $[0,5;0,75]$;
- 3) учасники із низькою активністю – значення індексу $[0,25;0,5]$;
- 4) пасивні учасники ринку – значення індексу $[0;0,25]$.

Отже, ми вважаємо, що запропонована нами система показників, що характеризує інфраструктуру фінансового ринку стане важливим інструментом розвитку не тільки інфраструктури, а і самого фінансового ринку. Передбачається, що дані показники можуть бути цікавими і використовуватися державними, приватними організаціями, професійними

учасниками ринку і особливо інвесторами (інституційними та індивідуальними) в якості інструменту для проведення аналізу виходу на той чи інший ринок капіталу, зменшуючи при цьому можливі ризики, що виникають під час укладання угод купівлі-продажу фінансових активів та виявлення проблемних моментів у розвитку інфраструктури фінансового ринку. Дані індекси можуть розраховуватися та публікуватися на регулярній основі установами (державними і приватними), які зацікавлені не тільки в збільшенні припливу інвестицій та кількості інвесторів, а і в розвитку інфраструктури і дозволять стежити за змінами в рості та масштабі інфраструктури в тимчасовій динаміці, виявляти дійсно активних учасників ринку.

Висновки до розділу 4

1. Необхідність розробки рейтингу суб'єктів інфраструктури є беззаперечною. У зв'язку з цим ринку потрібен алгоритм складання такого рейтингу, адже всі інфраструктурні суб'єкти виконують різні функції та наділені різними властивостями. В роботі, обгрунтовано, що рейтинг за значимістю елементів інфраструктури фінансового ринку доцільно будувати на основі виявлення потреб споживачів їх послуг, до яких належать не тільки споживачі та постачальники капіталу, але і самі інфраструктурні суб'єкти. Серед таких потреб можна виділити потреби у поточному розрахунково-касовому обслуговуванні (в т.ч. переказі грошей та обміні валюти), залученні короткострокових грошових коштів, залученні коштів на довгостроковий період, ефективному розміщенні тимчасово вільних грошових коштів, мінімізації фінансових ризиків, отриманні інформації, захисті прав учасників ринку, кваліфікованих кадрах та інноваційних розробках.

2. Розрахунки, запропонованого рейтингу інфраструктурних показують, що найвищі рейтингові оцінки характерні для банків, інститутів

інфраструктури фондового ринку, таких як фондові біржі та торговці цінними паперами, а також консалтингових компаній. Такі результати відображають залежність розвитку фінансового ринку та його окремих сегментів від оперативності та якості надання послуг та задоволення потреб учасників ринку. Крім того, велике значення мають проходження поточних платежів у банківській системі і високий попит на якісні банківські послуги, певні надії керівництва компаній на виведення своїх цінних паперів на фондовий ринок і велика потреба у кваліфікованому фінансовому консалтингу, пов'язаному з оптимізацією управління фінансовими потоками, вибором механізму залучення коштів та виходом на міжнародний фінансовий ринок.

3. За отриманим рейтингом інфраструктурних суб'єктів було виділено чотири групи суб'єктів інфраструктури фінансового ринку. Очолюють першу групу із найвищим рейтингом 0,46 банки, а останніми за списком у четвертій групі знаходяться навчальні заклади із рейтингом 0,07. Таке ранжування дає змогу виявити існуючі проблеми у діяльності певних видів інститутів інфраструктури, а також звертає увагу на визначені потреби, які цікавлять споживачів на ринку, тому що деякі суб'єкти, знаходячись в останній, четвертій групі, мають великі перспективи щодо подальшої своєї діяльності.

4. За результатами дослідження встановлено, що теорія фондових індексів відносно молода і порівняно з теорією економічних індексів глибоко не розвинена. За останні десятиліття фондові ринки провідних країн перетворилися на розвинуту індустрію зі своїми законами і технологіями. Але, на жаль, деякі існуючі світові та національні фондові індекси досить часто не відображають реального стану розвитку ринку чи економіки тієї чи іншої країни. Тому, існує необхідність у вдосконаленні та поновленні системи індикаторів фондового ринку. Підвищити ефективність індикаторів такої системи можна за умови інформаційної прозорості ринку та публічної доступності головних його показників.

5. Доведено, що українські фондові індекси майже зовсім не використовуються для управління портфелем цінних паперів, перешкодою

цьому є невелика репрезентативність індексів. Фондовий ринок України не готовий для використання індексів як інструменту хеджування ризиків для укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів на індекси. Виконання всіх функцій українськими фондовими індексами, що їм притаманні, можливе за двох умов: перша – наявність на ринку України апробованих часом фондових індексів, які відображатимуть реальні коливання цін на цінні папери українських емітентів та користуватимуться довірою в більшості учасників ринку; друга – наявність потреби з боку інституційних інвесторів у страхуванні ризиків, пов'язаних з володінням пакетами цінних паперів українських емітентів. Додержання цих двох вимог можливе тільки за умов інформаційно відкритого ринку цінних паперів

6. Враховуючи таку властивість як репрезентативність, індикатори фондового ринку, а саме фондові індекси, повинні включати в себе найбільш об'єктивні і авторитетні індикатори економічного розвитку країни. Обгрунтовано, що таким індикатором виступає показник валового внутрішнього продукту, і зв'язок фондового ринку з економічною активністю країни спостерігається саме через цей показник.

7. В роботі пропонується розраховувати фондовий індекс на основі цін на акції підприємств ВВП-формуючого значення. Формування запропонованого індексного кошика відбувається на основі даних про обсяг торгів, показник free-float акцій, а також інших факторів. Для аналізу відібрано акції, з обсягом торгів більше 100 тис. грн. за півроку. Виключення становили лише цінні папери, єдині в своїй галузі і класі та через брак ліквідних акцій на організованому ринку.

8. Користувачі інфраструктурою фінансового ринку позбавлені можливості оцінювати її самостійно, або брати до уваги індикатори, що характеризують таку інфраструктуру. Очевидно, що як для професійних так і непрофесійних учасників фінансового ринку, виявляються необхідними прості і доступні індикатори, що дозволяють оперативно стежити за поточною ситуацією на ринку, а також за її змінами. Такими показниками

можуть бути запропоновані автором дослідження індекси росту, масштабу, активності та оптимальної кількості суб'єктів на ринку.

9. Значення запропонованого індексу росту дозволить оцінювати економічну ситуацію в країні комплексно, і при наявності достовірних даних про ціни угод дозволить оцінити рівень довіри інвесторів до провідних компаній у своїй галузі. Через раціональне ціноутворення на активи, оцінюється галузь і економіка в цілому. Маючи такий інструмент аналізу, який може показувати свою працездатність у виявленні тенденцій, науковці і економісти-практики зможуть пов'язати в єдину макроекономічну систему показники грошового, валютного та фондового ринку, соціально-економічні дані і здійснювати правильні подальші прогнози.

10. На фінансовому ринку відсутній показник який би визначав активність учасників ринку, перш за все інфраструктурних. Адже значна кількість учасників на ринку не завжди означає якість. Відмічено, що на тлі низької активності більшості учасників ринку виділяються окремі гравці з підвищеною активністю. Взагалі, не існує чітких критеріїв, які б визначали таку активність суб'єктів інфраструктури фінансового ринку. Для оцінки і порівняння активності окремих інфраструктурних учасників фінансового ринку запропоновано ввести поняття інтегрального індексу активності інфраструктурного учасника фінансового ринку, розрахунок якого передбачає шість послідовних етапів: вибір показників, що характеризують окремі аспекти діяльності суб'єктів фінансового ринку; нормалізація показників; визначення вагомості впливу окремих показників, що характеризують активність учасників фінансового ринку; обрання критерію згортки і розрахунок інтегрального індексу активності учасника фінансового ринку; розрахунок динамічного індексу активності учасника фінансового ринку; розподіл учасників фінансового ринку на групи.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [175; 250; 252; 254; 255; 259; 262; 268; 274; 277].

РОЗДІЛ 5. СТРАТЕГІЧНА МОДЕЛЬ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

5.1 Обґрунтування необхідності розробки стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку України

Важливим напрямом вдосконалення та розвитку інфраструктури фінансового ринку має стати розробка стратегії розвитку такої інфраструктури, яка здатна оптимізувати процеси функціонування інституційної складової фінансового ринку та підвищити ефективність здійснення різноманітних операцій на даному ринку.

Стратегія повинна базуватися на ідеї партнерських відносин між державою та бізнесом, формулювати пріоритетні завдання у сфері фінансових відносин та передбачати комплекс системних заходів законодавчого, організаційного та інституційного характеру, спрямованих на суттєву модернізацію існуючих взаємовідносин між його учасниками, технологічне оновлення, інтенсивну адаптацію ринку до міжнародних стандартів функціонування та застосування кращої практики.

Місія стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку, як її основне призначення і сутність функціонування, передбачає забезпечення прагнення до динамічної рівноваги ринкових відносин, підвищення ліквідності ринків і зменшення ризикованості підприємництва за рахунок підвищення стабілізації та ефективності економічних взаємозв'язків. Виконання даної місії має досягатися в тому числі і за рахунок вироблення та прийняття обґрунтованого стратегічного плану розвитку інфраструктури фінансового ринку [37].

Ні державні органи регулювання, ні жодна з СРО, ні жодна з груп незалежних фахівців ще не запропонували стратегію, яка охоплювала б усі фундаментальні та технічні аспекти розвитку інфраструктури вітчизняного

фінансового ринку, з урахуванням посткризових змін у фінансовій архітектурі світу.

Потрібно зазначити, що розвиток інфраструктури вітчизняного фінансового ринку перевантажений значною кількістю організаційних, інформаційних, регулятивних, технологічних бар'єрів, що ускладнюють чесність ціноутворення і збільшують транзакційні витрати.

Досягнутий рівень розвитку, складності та непередбачуваності українського фінансового ринку при значних його деформаціях визначає те, що тільки професійні учасники фінансового ринку разом із науковцями в цілому здатні у відкритому обговоренні запропонувати стратегію розвитку фінансового ринку та його інфраструктури, в якій би, крім фундаментальних ідей, містилася б програма вирішення технічних, організаційно-економічних, юридичних, регулятивних, облікових та інформаційних проблем ринку.

Ці деформації вимагають прийняття системи заходів, що можуть стабілізувати ринок та забезпечити ефективний розвиток його інфраструктури, включаючи:

- реструктуризацію банківського сектора (забезпечення зростання власних коштів банків, дотримання пруденційних вимог відповідно до Базельської угоди і на цій основі – реструктуризацію мережі банків, посилення вимог до системи управління ризиками та публічного розкриття інформації);

- реструктуризацію ринку цінних паперів та їх похідних, вимог до систем управління ризиками та публічного розкриття інформації, створення компенсаційних фондів професійних учасників, що покривають ризики невиконання ними зобов'язань перед клієнтами, або централізованої системи резервування коштів за участю держави;

- забезпечення інформаційної прозорості позабалансових операцій банків, професійних учасників ринку цінних паперів та інституційних інвесторів, їх операцій на позабіржовому ринку, у сфері деривативів, у сфері сек'юритизації та інших форм фінансового інжинірингу;

- перехід до регулювання діяльності і пруденційного нагляду фінансових конгломератів та їх агрегованих ризиків [167].

Про необхідність розробки та прийняття стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку вказує і той факт, що FTSE – одна з провідних у світі індексних компаній (створена Financial Times і London Stock Exchange) кожного року надає оцінки фінансовим (фондовим) ринкам країн, поділяючи їх на чотири класи:

- розвинуті (Developed);
- що розвиваються (Advanced Emerging);
- що розвиваються другого рівня (Secondary Emerging);
- прикордонні (Frontier).

Так, за підсумками проведеного FTSE у вересні 2011 року щорічного перегляду, вітчизняний фондовий ринок не входить навіть до останнього класу, а Україна включена лише в лист очікування. Це означає, що країна має можливість за підсумками наступного перегляду увійти до списку Frontier Market – прикордонних ринків. Для потрапляння до цієї категорії фондовий ринок України має задовольняти п'ять з 21 критерію.

Втім варто відзначити, що у вересні 2010 року дана компанія включала Україну в лист очікування, однак через відсутність прогресу в розвитку ринку країни вона була виключена з цього списку в 2010 році.

У таблиці 5.1 наведено основні параметри, за якими визначається клас ринку з виконанням певних вимог у деяких країнах Європи відповідно до виділених FTSE класів.

Згідно з інформацією, наданою у джерелі [382], та даними таблиці 5.1 бачимо, що практично всі країни класу Developed мають інвестиційний клас кредитоспроможності, окрім Ірландії, Італії, Португалії, у яких спекулятивний клас. Але існує в цій групі і країна, яка має клас вибіркового дефолту – на даний момент це Греція. Але у нашому випадку йдеться не про спроможність країни справлятися зі своїми боргами, а про розвинутість фінансового ринку, а особливо його інфраструктури та її відповідність

визначеним вимогам. Лише дві країни в дослідженнях FTSE відповідають всім критеріям. До них належать Фінляндія та Голландія. Як бачимо, серед країн, що ввійшли у дослідження, Україна має найнижчий рейтинг Світового банку та відповідає лише трьом критеріям із 21 за класифікацією ринків, виділених FTSE, що ще раз підтверджує відсутність будь-якої стратегії розвитку фінансового ринку та його інфраструктури.

Таблиця 5.1 – Критерії FTSE щодо якості ринків визначених країн Європи на 1.03.2012 р.

Критерії	Назва класу та країни								
	Developed		Advanced emerging		Emerging	Frontier		Front watch	
	Німеччина	Великобританія	Чехія	Туреччина	Росія	Словенія	Литва	Україна	Казахстан
Рейтинг 2011 р. Світового банку (ВВП/душу населення)	високий	високий	високий	вище середнього	вище середнього	високий	вище середнього	нижче середнього	вище середнього
Клас кредитоспроможності	інвестиційний	інвестиційний	інвестиційний	спекулятивний	інвестиційний	інвестиційний	інвестиційний	спекулятивний	інвестиційний
Регулювання									
Регулятор здійснює активний моніторинг ринку	так	так	так	так	частково	так	так	частково	так
Справедливий та неупереджений захист прав міноритарних акціонерів	частково	так	так	так	ні	так	так	частково	частково
Відсутні або незначні обмеження прав власності для іноземних інвесторів	так	так	так	так	ні	так	так	так	так
Немає заборони, істотних обмежень чи штрафів на репатріацію капіталу та доходу від інвестицій	так	так	так	так	так	так	так	частково	так
Вільний та добре розвинений ринок акцій	так	так	так	так	частково	так	ні	ні	ні
Вільний та добре розвинений валютний ринок	так	так	так	так	так	частково	ні	ні	ні
Відсутня або проста процедура реєстрації іноземних інвесторів	так	так	так	так	частково	так	частково	частково	частково
Розрахунково-депозитарна система									
Не виконання угод відбувається рідко	так	так	так	так	так	так	так	-*	-*
Достатня конкуренція для забезпечення високої якості депозитарних послуг	так	так	так	так	частково	так	так	частково	так
Цикл розрахунків T+3, T+5 для Frontier	T+2	T+3	T+3	так	частково T+4	T+2	T+3	T+0	T+0
Дозволено кредитування цінними паперами	так	так	так	так		так	ні	ні	ні
Існує можливість розрахунків без поставки проти платежу	так	так	так	так	частково	частково	так	ні	ні
Іноземні інвестори можуть використовувати рахунки типу omnibus (депозитний + декілька торгових)	так	так	так	частково	частково	ні	ні	ні	ні
Ринок цінних паперів									
Достатня конкуренція для забезпечення високої якості брокерських послуг	так	так	так	так	частково	так	так	частково	так
Достатня ліквідність для крупних глобальних інвесторів	так	так	так	так	так	частково	ні	частково	частково
Справедливі та конкурентоздатні тарифи	так	частково	так	так	так	так	так	частково	так
Дозволено «короткий» продаж	так	так	так	так	частково	ні	ні	ні	ні
Дозволено позабіржові угоди	так	так	так	так	так	так	так	частково	ні
Ефективний механізм торгівлі	так	так	так	так	так	так	так	так	ні
Прозора система своєчасної звітності про угоди	так	так	так	так	так	так	так	так	так
Розвинений ринок деривативів	так	так	ні	частково	частково	ні	ні	ні	ні
Ринкова капіталізація, млн. дол. (на 31.12.2011)	1184500	3266418	38352	197075	779609	6326	4035	24790	43301
Всього компаній в котирувальних списках (на 31.12.2011)	670	2288	15	263	283	66	36	244	114

* - Україна та Казахстан використовують виконання угод T+0, тому не відчувають не виконаних угод

Джерело: сформовано за даними FTSE Group [380, 381, 382]

Про нерозвинутість інфраструктури вітчизняного фінансового ринку говорить і здійснений нами SWOT-аналіз (табл. 5.2), де ми бачимо, що слабкіших сторін та загроз набагато більше, ніж сильних сторін та можливостей.

Таблиця 5.2 – Матриця SWOT-аналізу розвитку інфраструктури фінансового ринку

Сильні сторони (Strengths)	Слабкі сторони (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> • у 2009 з'явилася конкуренція між біржами, яка найближчими роками буде основним драйвером розвитку інфраструктури ринку; • є нереалізований попит для розширення кола внутрішніх інвесторів; • сформована інфраструктура грошового та кредитного ринку; • висока комісійна винагорода за надані послуги; • налагоджені взаємини зі страховими організаціями; • досвід фінансової кризи 2009 року 	<ul style="list-style-type: none"> • погане бюджетне фінансування діяльності державних регулюючих органів, а також відсутність чітких цілей і контролю їх виконання з боку КМУ протягом багатьох років призвели до того, що регулювання фінансового ринку та його інфраструктури не орієнтоване на його розвиток. Ситуація ускладнюється високим рівнем корупції в державних органах; • слабкорозвинута база внутрішніх інвесторів. До 2009 року український ринок розвивався в основному за рахунок припливу іноземних інвесторів, які з початком кризи залишили ринок, що і стало причиною відсутності активності в укладанні угод; • емітенти не зацікавлені в котируванні своїх цінних паперів на біржі; • відсутній центральний депозитарій; • іноземні центральні депозитарії та кастодіальні банки не мають можливості виступати номінальним утримувачем акцій, власниками яких є їхні клієнти; • рахунки типу "omnibus" доступні тільки професійним учасникам з ліцензією торговця, але при цьому торговець не може відкрити кілька транзитних рахунків, а їх нормативна база неоднозначна; • регулювання ринку не відповідає сучасним вимогам в частині клірингу, функцій центрального контрагента, електронної звітності, розкриття інформації про позабіржові угоди тощо; • відсутня працездатна нормативна база для термінового ринку; • низька капіталізація інфраструктурних суб'єктів ринку; • низька клієнтоорієнтованість бізнесу; • низький рівень надійності інфраструктури; • невисокий рівень кваліфікації персоналу інфраструктурних суб'єктів; • надмірна концентрація грошових ресурсів і ринків у столиці; • олігополістична структура ринку з концентрацією на вузькій групі учасників і декількох фінансових інструментах
Можливості (Opportunities)	Загрози (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> • невисокий рівень проникнення; • зростання інтересу до фондового ринку з боку держави; • реформа системи нагляду за фінансовим ринком; • стимулювання формування потужної єдиної біржової системи; 	<ul style="list-style-type: none"> • за відсутності комплексної програми заходів з розвитку інфраструктури ринку держава ризикує втратити активну роль у формуванні ринку українських фінансових активів, боротьба за який перенесеться в найбільші європейські фінансові центри; • після об'єднання ММВБ і РТС та можливості створення в Москві міжнародного фінансового центру в Україні знову не буде конкуренції між біржами, а об'єднана біржа (УБ + ПФТС) буде підконтрольна Росії; • з початку 2008 року під впливом зовнішньоекономічної ситуації спостерігається серйозний спад зацікавленості внутрішніх та зовнішніх інвесторів до українських фінансових інструментів; • неадекватно жорстке валютне регулювання ускладнює укладання угод з нерезидентами;
<ul style="list-style-type: none"> • лібералізація правил лістингу; • великий потенціал розвитку інтернет-технологій 	<ul style="list-style-type: none"> • нестабільність на світових фінансових ринках; • шахрайство на фінансовому ринку; • не виконується основна функція фондового ринку – залучення коштів інвесторів для інвестицій; • лобювання інтересів; • наявність асиметрії інформації

Джерело: сформовано автором

Як ми бачимо, найбільше проблем та загроз існує в найменш розвинутому сегменті фінансового ринку – фондовому. Інфраструктура даного ринку потребує досить значних перетворень та змін, впровадження найновітніших технологій та стандартів. Все це стосується як біржового ринку, так і позабіржового (табл. 5.3).

Кінцевим результатом реформування та впровадження запропонованих змін біржового та позабіржового вітчизняного фондового ринку

є формування консолідованої і конкурентоспроможної вітчизняної фондової інфраструктури: економічної, надійної з точки зору ризиків, гнучкої, сучасної і технологічної, здатної інтегрувати у світову фінансову інфраструктуру і якісно впливати на ефективність, а головне – на інвестиційну спрямованість українського фондового ринку, можливості якого поки не реалізовані, а потенціал, безумовно, високий [163].

Таблиця 5.3 – Зміни, яких потребує інфраструктура біржового та позабіржового ринку цінних паперів України

№ пор.	Позабіржовий ринок	Біржовий ринок
1	Створення централізованого клірингу для позабіржового ринку	Консолідація торгової, депозитарної та розрахункової інфраструктури ринку
2	В міру нарощування ліквідності в окремих сегментах позабіржових ринків, насамперед у частині деривативів – створення в них централізованих інфраструктурних інститутів, що забезпечують кліринг, розрахунки, виконання функцій центрального контрагента	Створення відповідно до міжнародної практики національної депозитарної та розрахунково-клірингової корпорації (центральний депозитарій, централізований кліринг і розрахунки за цінними паперами та іншими фінансовими інструментами)
3	Розвиток централізованих систем розкриття інформації по всіх сегментах позабіржових ринків (РЕПО, комерційні папери, деривативи, свопи, продукти сек'юритизації тощо)	Перехід до концепції “Українські біржі” (аналог – Spanish Exchanges, OMX Exchanges (Скандинавія і Прибалтика), Hong Kong Exchanges), що об'єднує всі сегменти і всі біржі організованих товарного та фінансового ринків
4	Створення консолідованої здатності для надання позик цінними паперами для забезпечення розрахунків за цінними паперами (на базі центрального депозитарію)	Введення регулятивних вимог до брокерів, дилерів щодо забезпечення кращої ціни для інвесторів незалежно від того, на якому ринку і в якій торговій системі відбувається угода
5	Створення цінових центрів для виявлення і розкриття цін на фінансові продукти на позабіржових ринках	Створення інтегрованого інформаційного та технологічного забезпечення, що дозволяє здійснювати операції в єдиному просторі фінансового ринку України

Джерело: узагальнено на основі [167]

Говорячи про стратегію розвитку інфраструктури фінансового ринку, потрібно зазначити, що ефективність запропонованої стратегії може бути досягнута певною послідовністю та спрямованістю взаємодії існуючих етапів.

Отже, представлення механізму стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку у вигляді послідовності певних етапів дозволяє:

1) конкретизувати елементи економічного, організаційного, нормативно-правового впливу на функціонування та розвиток інфраструктури;

2) організувати взаємодію, раціоналізувати та коригувати рух інфраструктурних об'єктів ринку до впорядкованості, саморегульованості, ринкової організованості;

3) раціоналізувати поєднання державних методів і способів регулювання і процесів саморегулювання об'єктів інфраструктури фінансового ринку.

Процес стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку можна представити як сукупність наступних послідовних етапів (рис. 5.1). Зазначені нами етапи процесу стратегічного планування інфраструктури фінансового ринку об'єднані у своїй взаємодії однією метою – сприянням становленню та піднесенню ринкової інфраструктури фінансового ринку, а також використанню всіх видів ресурсів, що беруть участь у даному процесі.

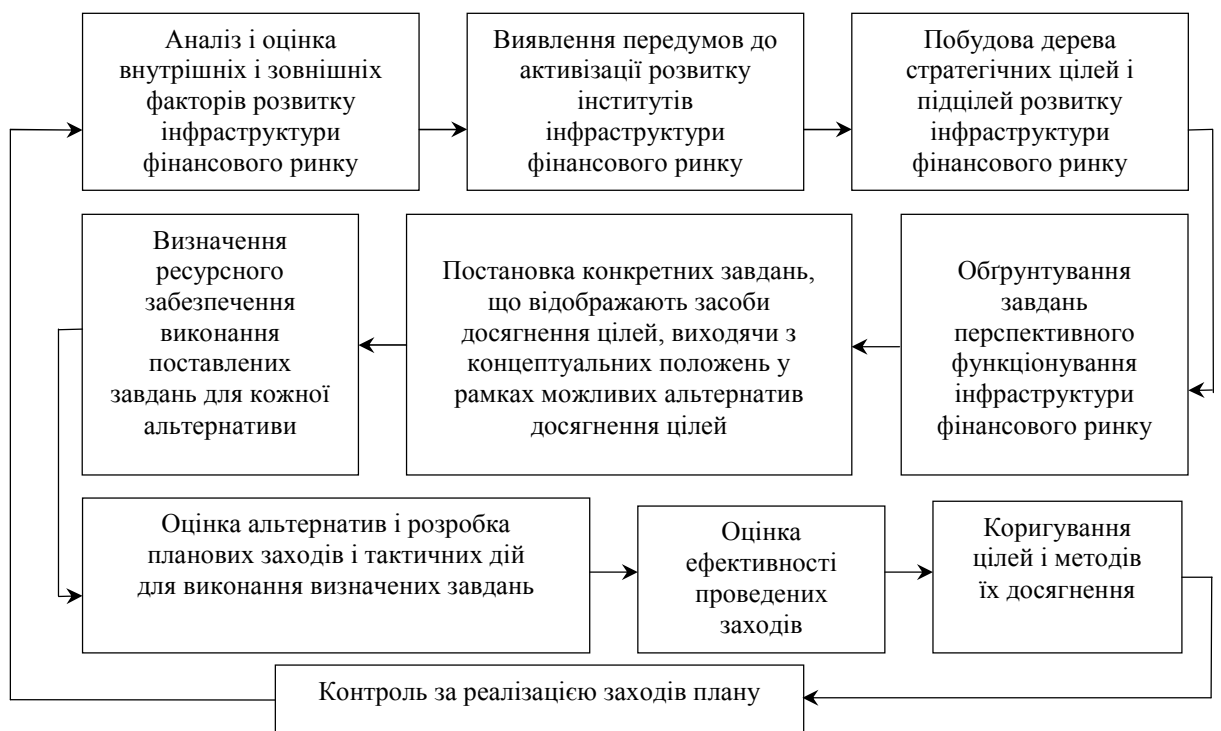


Рисунок 5.1 – Етапи проведення стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку (авторське узагальнення)

Виконання на практиці державою всіх зазначених етапів стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку дасть можливість підвищити ефективність функціонування інфраструктури і виступить фактором стійкості її розвитку в майбутньому [1].

За запропонованою черговістю наведених етапів початок стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку необхідно здійснювати деталізованим аналізом, у процесі якого здійснюється оцінка факторів як зовнішнього, так і внутрішнього середовища та виявлення можливостей розвитку інфраструктури ринку. Системність у проведенні аналізу та оцінки дозволить виявити обґрунтовані передумови до активізації розвитку інфраструктури ринку, що може виступати другим етапом.

Існуючі дослідження аналізу розвитку інститутів інфраструктури фінансового ринку в сучасній вітчизняній економіці дозволили зробити висновок про недостатню відповідність якості і кількості інфраструктурних елементів вимогам цивілізованих ринкових відносин. Саме побудова дерева стратегічних цілей і підцілей розвитку інфраструктури фінансового ринку, як третього етапу, дозволить виявити можливості подолання цієї невідповідності та визначити мету стратегічного розвитку інфраструктури.

Виходячи з місії стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку, яку ми зазначили вище, слід визначити генеральні цілі – підвищення ефективності руху фінансових ресурсів, оптимізація процесу перетворення дрібних заощаджень в інвестиції для розширеного відтворення.

Саме таке трактування та розуміння генеральної мети визначає постановку стратегічних цілей розвитку фінансового ринку та основних дій стосовно їх досягнення (рис. 5.2).

Стратегічні цілі розвитку вітчизняного фінансового ринку та його інфраструктури можуть бути досягнуті тільки за умови створення в Україні сприятливого інвестиційного клімату, а саме здійснення інвестиційно-спрямованої макроекономічної політики, зниження політичних ризиків і формування системи захисту прав інвесторів, що будуть відображені в уже зазначеній нами вище Концепції розвитку фінансового ринку. Проведення макроекономічної політики, спрямованої на розвиток фінансового ринку та

його інфраструктури, полягає в тому, щоб вона була адекватна реальним потребам ринку.



Рисунок 5.2 – Стратегічні цілі підвищення ефективності розвитку фінансового ринку та його інфраструктури (сформовано автором)

Для того, щоб український фінансовий ринок та його інфраструктура отримали додатковий імпульс до інтенсивного розвитку, необхідно посилити інвестиційну спрямованість макроекономічної політики для забезпечення економічного зростання, модернізації структури економіки, розвитку фінансової сфери та промисловості [163].

Після етапу, на якому здійснюється обґрунтування основних питань перспективного функціонування інфраструктури фінансового ринку, держава повинна виконувати не менш важливі функції.

У першу чергу, це повинно стосуватися ресурсного забезпечення формування інфраструктури фінансового ринку. При цьому держава повинна використовувати бюджетний механізм, матеріально-технічні та стратегічні резерви, перерозподільний механізм, адміністративні методи, що знаходяться в її розпорядженні. На наступних етапах стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку важливим кроком повинна стати розробка відповідних законів та положень. Повинен бути вдосконалений, а в деяких випадках розроблений цілий пакет нормативно-правових документів, що визначають основи функціонування елементів інфраструктури фінансового ринку. Необхідно також створити і певні базові економічні умови, що визначають можливість створення і функціонування інститутів інфраструктури.

Крім того, у процесі реалізації стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку повинна бути забезпечена ефективна взаємодія між її інститутами, причому характер зв'язків між інститутами інфраструктури повинен бути постійним і системним. Інститути інфраструктури фінансового ринку розвиваються не відокремлено, а в процесі взаємодії як між собою, так і з інститутами інфраструктури інших функціонуючих ринків.

Налагодження механізму ефективної взаємодії всередині інфраструктури призведе до її швидкого розвитку та економічного зростання. Роль держави зведеться до мінімуму і буде полягати в координації дій по реалізації розробленої на вищому рівні загальної стратегії розвитку

інфраструктури фінансового ринку, контролі виконання програм, аналізі ефективності стратегії в цілому та розробці шляхів її диверсифікації, а також створення ринкових умов, в межах яких об'єкти інфраструктури будуть самі знаходити найбільш раціональні шляхи свого розвитку [1].

Виконання стратегічного плану розвитку інфраструктури фінансового ринку можливе тільки в тому випадку, якщо він буде належною мірою забезпечений відповідними ресурсами (трудовими, фінансовими, інформаційними).

У процесі стратегічного планування також повинні враховуватися будь-які ризики недосягнення поставлених цілей.

Говорячи про план розвитку інфраструктури фінансового ринку як основну складову стратегічного планування, слід відмітити, що він передбачає досягнення визначених цілей та повинен базуватися на наступних принципах:

- доступність послуг інфраструктурних суб'єктів для всіх верств населення і суб'єктів господарювання;
- дієвий державний контроль за дотриманням суб'єктами інфраструктури правил добросовісної конкуренції;
- забезпечення ефективного законодавчого та судового захисту угод на фінансовому ринку;
- висока інформаційна прозорість функціонування фінансового ринку.

Стратегія розвитку інфраструктури фінансовго ринку України передбачає виконання практичних рекомендацій стосовно покращення ситуації в інфраструктурному середовищі фінансового ринку України (табл. 5.4).

Необхідною умовою для розвитку фінансового ринку та його інфраструктури є забезпечення ефективного розкриття корпоративної інформації. Доступність та своєчасність отримання подібної інформації дозволяє зацікавленим особам здійснювати більш точний аналіз ринкової ситуації. Це, в свою чергу, підвищує привабливість ринку для потенційних, в

тому числі і зарубіжних інвесторів. Адже на міжнародному фінансовому ринку вимоги щодо розкриття інформації є чи не найголовнішими. В Україні вже зроблено багато кроків у цьому напрямі, але все ж таки потрібне вдосконалення існуючого механізму розкриття інформації в частині практичної реалізації положень, що містяться у законодавстві.

Таблиця 5.4 – Рекомендації щодо покращення ситуації в інфраструктурному середовищі фінансового ринку

Рекомендації	Ціль	Методи досягнення цілі
Створення єдиного ресурсу корпоративної інформації (інформаційний портал)	Забезпечення ефективного розкриття корпоративної інформації	Внести зміни до законодавства стосовно розширення переліку інформації, яку необхідно надавати. Оновити існуючий Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів на інтернет-порталі www.smida.gov.ua
Створення інституту фінансових (інвестиційних) консультантів і системи рейтингів на ринку спільного інвестування	Збільшення довіри населення до фінансового ринку; підвищення рівня фінансової освіти і інформованості населення; залучення населення на фондовий ринок, формування внутрішнього попиту на інвестиції на ринку цінних паперів за рахунок швидкого зростання кількості національних роздрібних інвесторів	На законодавчому рівні ввести поняття фінансових консультантів і визначити вимоги до їх діяльності
Створення цінових центрів	Визначення справедливої вартості фінансових інструментів	Визнання таких центрів НКЦПФР та надання їм відповідного статусу. Закріпити законодавчо їх діяльність
Створення компенсаційного фонду для захисту інвесторів на фондовому ринку	Захист інтересів некваліфікованих інвесторів на фондовому ринку; підвищення інтересу некваліфікованих інвесторів до здійснення операцій на фондовому ринку	Необхідність доопрацювання проекту закону «Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку» та прояснення спірних моментів
Введення диференційованих підходів до регулювання професійних учасників фінансового ринку	Підвищення конкуренції і як результат підвищення якості послуг, зниження інфраструктурних та транзакційних витрат; формування індустрії спеціалізованих брокерів, що спеціалізуються на окремих послугах і секторах ринку	Переглянути ліцензійні вимоги до професійних учасників та внести зміни до деяких нормативно-правових актів стосовно результатів фінансової діяльності інфраструктурних суб'єктів
Спрощення порядку роботи через вітчизняних брокерів при здійсненні операцій з іноземними фінансовими інструментами	Захист інтересів вітчизняних інвесторів; збільшення обсягу операцій з іноземними інструментами; підвищення якості послуг, що надаються вітчизняними професійними учасниками	Затвердити Положення «Про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу в Україні»
Забезпечення можливості здачі іноземними та вітчизняними фахівцями кваліфікаційних іспитів відповідно до міжнародних стандартів	Можливість залучення іноземних фахівців до роботи в вітчизняних фондових компаніях та отримання досвіду українськими спеціалістами в провідних іноземних компаніях.	Внести зміни в ліцензійні вимоги щодо здійснення професійної діяльності на фінансовому ринку та видавати сертифікати спеціалістам відповідного міжнародного зразка з урахуванням відповідного навчання

Джерело: узагальнено на основі [300]

На сьогоднішній день в Україні діє Державна установа “Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України”, яка розпочала свою діяльність у 1998 році. Основною метою організації є всебічний розвиток інфраструктури фондового ринку та забезпечення його відповідності світовим стандартам.

З 2007 року ця установа є уповноваженою особою з розкриття інформації емітентів цінних паперів в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР про ринок цінних паперів. У 2003 році був створений Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів – інтернет-портал www.smida.gov.ua. Дана система повинна надавати доступ до інформації про акціонерні товариства та професійних учасників фондового ринку України і бути аналітичним інструментом, який дозволяв би отримати інформацію про компанії та їх фінансові показники.

Але інформація, яка міститься в цьому інформаційному масиві, в більшості випадків є застарілою, і більше того, не кожен може скористатися нею. Крім того, збір інформації відбувається в рамках повноважень виключно НКЦПФР. Інші сегменти фінансового ринку тут практично не представлені.

Існуюча форма розкриття інформації про емітентів значною мірою ускладнює її узагальнення та аналіз. Настільки ж важким (і не безкоштовним) є регулярне використання інформаційних ресурсів декількох інформаційних агентств при необхідності отримання сукупності відомостей.

Таким чином, як нами уже було зазначено в попередньому розділі, необхідно створити єдиний центр розкриття корпоративної інформації (Інформаційний портал), заснований на базі даних вітчизняних емітентів, професійних учасників ринку, рейтингових агентств тощо, зобов'язаних відповідно до законодавчих вимог здійснювати розкриття або надання інформації.

Доступ до такого інформаційного центру повинен бути безкоштовним для користувачів.

Найближчою аналогією є системи EDGAR в США і SEDAR у Канаді. При цьому існуючі недержавні комерційні інформаційні центри (агентства) можуть продовжити свою діяльність на конкурентній основі, спеціалізуючись на розкритті більш широкого переліку інформації, що цікавить інвесторів, ніж цього вимагає нормативна база, супроводжуючи її адресними клієнтськими сервісами.

Створюючи такий центр розкриття інформації, необхідно і далі використовувати позитивний досвід розкриття інформації різних країн та їх об'єднань з метою використання його в Україні. Також на початкових стадіях створення центру розкриття інформації слід враховувати його подальшу інтеграцію у відповідний міжнародний (міждержавний) центр.

Як відомо, населення в Україні більше звертається до банківської інфраструктури і не досить активно використовує послуги інфраструктури фондового ринку у зв'язку із своєю необізнаністю та недовірою до цього сегмента фінансового ринку.

Однією з умов для підвищення зацікавленості населення у фондових інструментах є індустрія посередників, одним з основних елементів якої є інвестиційні консультанти. Ці суб'єкти ринку повинні бути здатні з мінімальними витратами надавати послуги населенню при здійсненні операцій з цінними паперами та іншими фінансовими активами, пропонувати пенсійні продукти та цінні папери інвестиційних фондів, діючи як агенти інших компаній або незалежно від них. Крім того, створення умов діяльності для інвестиційних консультантів є способом домогтися вірної комбінації заходів щодо підвищення вимог до посередників із завданням збереження рівня конкуренції та доступності інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку для населення регіонів.

Інвестиційні консультанти повинні відповідати вимогам до власних коштів або страхування професійної відповідальності. Регулювання діяльності цих суб'єктів ринку повинно забезпечувати функціонування найефективнішої бізнес-моделі цієї діяльності – як правило, невеликої

компанії зі штатом, що не перевищує п'ять-шість осіб, що обслуговує невелику кількість клієнтів, але приймає на себе турботу про різні фінансові потреби клієнтів.

Загальною вимогою до всіх консультантів повинні бути вимоги про з'ясування інвестиційних цілей та інвестиційного профілю клієнта, надання рекомендацій щодо вибору фінансових продуктів у відповідності з цілями і профілем клієнта, попередження про ризики.

Існуюча недовіра фізичних осіб до фінансових інструментів пов'язана також із випадками непрофесійного ставлення працівників інфраструктурних інституцій до клієнтів. Цю проблему міг би вирішити інститут рейтингів на ринку довірчого управління – рейтингів інфраструктурних компаній та окремих інвестиційних продуктів. Подібні рейтинги є, наприклад, у США (S&P, Morning Star, Lipper, US News, Zacks, The Street та ін.).

Рейтинг повинен давати повне уявлення про об'єкти рейтингування, полегшуючи інвестору розуміння суті діяльності тих чи інших інфраструктурних суб'єктів, інвестиційних продуктів, їх структури та спрощуючи порівняння продуктів. Створенням рейтингів можуть займатися існуючі рейтингові агентства, а також СРО.

При цьому рейтинги могли б послужити основою для підбору оптимальних варіантів інвестування коштів населення, рекомендованих фінансовими консультантами.

Продовжуючи питання роботи з клієнтами суб'єктів інфраструктури, потрібно відмітити, що досить часто виникає необхідність в отриманні справедливої ціни. А найкращим показником для визначення справедливої вартості фінансового інструмента є ціна, що складається в ході біржових торгів на організаторах торгівлі. Але можлива ситуація, коли існує обмежена активність фінансових ринків, тоді біржові котирування не завжди є репрезентативними. В умовах же повної відсутності біржової торгівлі по окремим цінним паперам певних емітентів знайти учасникам ринку надійні загальновизнані джерела інформації про ціни практично неможливо.

Крім того, отримання справедливої ціни фінансових активів необхідне з метою бухгалтерського обліку та звітності для визначення поточної (справедливої) вартості активів за міжнародними стандартами (МСФЗ); з метою податкового обліку; для розрахунку показника достатності капіталу та інших обов'язкових нормативів (для кредитних організацій і професійних учасників ринку); для оцінки застави; як орієнтира при здійсненні угоди тощо.

Створення спеціальних цінових центрів може слугувати ефективним вирішенням зазначених вище проблем. Метою діяльності таких центрів є визначення поточної (справедливої) вартості фінансових інструментів. Необхідною умовою визначення надійності та достовірності інформації, що буде надаватися ціновими центрами, буде надання таким центрам офіційного статусу шляхом їх акредитації НКЦПФР разом з іншими державними органами, що матимуть відношення до цих центрів.

Нами постійно наголошується на нерозвинутості інфраструктури фондового ринку України, адже грошовий та кредитний ринок в цьому питанні дещо випереджають фондовий сегмент. Це пов'язано, перш за все, і з певними гарантіями, які надаються вкладникам Фондом гарантування вкладів фізичних осіб. Аналогічно кожен інвестор хотів би мати гарантії, що його вкладення не пропадуть безслідно на фондовому ринку.

КМУ 22 серпня 2011 року схвалив проект Закону України “Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку”. Законопроектом пропонується створити фонд, за рахунок коштів якого здійснюватимуться компенсаційні виплати інвесторам у разі втрати інвестицій. Це стосуватиметься грошових коштів і цінних паперів, переданих торговцеві цінними паперами на підставі договору про управління цими документами, а також коштів, вкладених у цінні папери інституцій спільного інвестування, емісія яких була здійснена шляхом публічного (відкритого) розміщення. Тобто учасниками нового фонду згідно з проектом повинні стати торговці цінними паперами, компанії з управління активами, які здійснюють

управління активами пайових інвестиційних фондів і корпоративні інвестиційні фонди.

Також нормотворчим документом передбачається, що фонд буде некомерційною самоврядною організацією.

Існують і світові приклади створення та діяльності подібних фондів. Так, наприклад, Фонд гарантування інвестицій (FOGAIN) діє в Іспанії. Участь у фонді обов'язкова для іспанських інвестиційних компаній, керуючих індивідуальними інвестиційними портфелями та відділень іноземних інвестиційних компаній, які працюють в Іспанії і не є учасниками аналогічних фондів у своїй країні.

При цьому компенсацію Фонду можуть отримати тільки приватні інвестори, і лише у разі банкрутства компанії-учасника Фонду або офіційного визнання її неплатоспроможною Іспанської комісією з цінних паперів. FOGAIN не компенсує ніяких втрат інвесторів, пов'язаних з рухами фондового ринку. Максимальний розмір відшкодування – 100 тис. євро на одного інвестора.

В Естонії існує Гарантійний фонд, який відстоює інтереси не тільки інвесторів фондового ринку, але й вкладників банків, клієнтів недержавних пенсійних фондів і страхових компаній. При цьому гарантуванням інвестицій на фондовому ринку займається субфонд захисту інвесторів, мета якого згідно з офіційним сайтом цієї організації – забезпечення захисту коштів, розміщених інвесторами через інвестиційну організацію, в разі неспроможності інвестиційної організації.

Виплата компенсації естонським інвесторам здійснюється тільки у випадках виникнення шахрайства в інвестиційній компанії, зловживання адміністративним посадовим становищем або зробленої помилки, якщо в результаті цього інвестиційна компанія не може повернути інвестору його вкладення. Разом з тим субфонд не гарантує збиток від падіння ринкової ціни цінних паперів або від банкрутства емітента.

Естонський субфонд гарантує приватним інвесторам відшкодування повної вартості інвестиції в межах 20 тис. євро на одного інвестора [314].

На нашу думку, за рахунок коштів Фонду повинні компенсуватися збитки інвесторів, що виникли в результаті нездатності торговців цінними паперами або КУА повернути грошові кошти та цінні папери, що належать клієнту. Компенсація повинна виплачуватися в розмірі 100 % суми активів, але не більше 200 тис. грн. Сума компенсації не може перевищувати зазначену суму, навіть якщо громадянину відкрито декілька рахунків у одного брокера. Однак якщо громадянин має рахунки у декількох брокерів, по кожному з них йому гарантуються компенсації. Для цілей виплати компенсації цінні папери повинні оцінюватися за ринковою вартістю на момент настання страхового випадку.

Якщо поглянути на статистичні дані відносно виданих ліцензій професійним учасникам ринку, то для України це число буде значним. Але всього 30–40 % тих, хто має ліцензію, дійсно здійснюють свою діяльність в будь-якому сегменті фінансового ринку, особливо це стосується ринку цінних паперів. Крім того, відбувається поєднання між собою певних видів діяльності одним суб'єктом.

Не кращим чином виглядає ситуація в регіонах України, де і без того недостатня кількість компаній продовжує помітно знижуватися. На сьогодні у столиці зосереджено до 70 % всіх професійних учасників. В цілому у вітчизняному регулюванні присутні основні елементи регулювання фінансової індустрії, прийняті за кордоном, за винятком двох важливих елементів – правил *suitability* і ризик-орієнтованих вимог і нагляду. Переважна більшість компаній (до 90 %), що забезпечують доступ на фінансовий ринок в США і Європейському Союзі, не виконують самостійно доручення клієнтів і не здійснюють зберігання активів, таким чином уникаючи застосування пруденційних вимог до капіталу, в той час як в Україні частка компаній, що здійснюють виконання доручень та зберігання активів, значна (близько 50 %), а пруденційне регулювання відсутнє.

Тому з урахуванням зазначених проблем у діяльності суб'єктів інфраструктури потрібно, перш за все, внести зміни в існуюче законодавство, що передбачають диференційований підхід до регулювання професійних учасників фінансового ринку залежно від виконуваних ними операцій і пов'язаних з ними ризиками, від місцезнаходження тощо. Це передбачає встановлення нового балансу між регулятивним навантаженням і послугами, що надаються професійними учасниками ринку.

У підсумку індустрія компаній, що забезпечують вихід на ринок, повинна складатися з трьох груп, що підлягають різному регулятивному навантаженню. Для прикладу візьмемо компанії, що мають безпосереднє відношення до фондового ринку – торговців цінними паперами, пропозиції щодо розподілу їх на групи наведено в додатку Т.

Найбільша кількість інфраструктурних суб'єктів буде належати до першої групи. Компанії, які належать до цієї групи – інвестиційні консультанти, керуючі цінними паперами, а також брокери, коло операцій яких обмежене прийомом і передачею доручень іншим брокерам, матимуть мінімальне регулятивне навантаження. Крім того, повинна бути допущена можливість поєднання даних видів діяльності без істотної зміни регулятивної навантаження. У діяльності таких компаній ризики є мінімальними, вимоги – найменшими, які стосуються лише вимог до корпоративного управління та до мінімального капіталу.

На нашу думку, найбільш затребуваною модель компаній першої групи буде для регіонів, компанії яких взаємодіятимуть з великими провідними столичними компаніями, що забезпечують для їхніх клієнтів доступ до фінансового центру країни (останні будуть також зберігати активи цих клієнтів на підставі депозитарної ліцензії).

До другої групи ми пропонуємо відносити тих учасників, які окрім операцій, здійснюваних першою групою, здійснюють виконання доручень і (або) зберігання активів клієнтів, тобто ведуть спеціальні брокерські рахунки і рахунки депо (і зазвичай є одночасно депозитаріями), а також можуть

надавати маржинальне кредитування. У даному випадку необхідне застосування більш високих вимог до мінімальної межі власного капіталу, а також ризик-орієнтованих нормативів.

Третя група утворюється з інфраструктурних суб'єктів, діяльність яких буде пов'язана з додатковими ризиками, в тому числі з ризиками, пов'язаними з інтернаціоналізацією, виконанням функцій клірингових брокерів, а також дилерів, які будуть виконувати функції маркет-мейкерів та андеррайтинг за свій рахунок. До даної групи будуть застосовуватися найвищі вимоги до мінімального капіталу і ризик-орієнтовані нормативи.

Вирішення проблеми забезпечення доступу українських інвесторів до фінансових інструментів іноземних емітентів є одним з елементів реалізації завдання щодо насичення ринку фінансовими інструментами з високими інвестиційними характеристиками, зрозумілими не тільки національним, але й іноземним інвесторам.

Деякі кроки в цьому напрямі в Україні вже зроблено. Наразі, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку схвалила проект Концепції доступу на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких знаходяться в Україні (Рішення НКЦПФР від 10.04.2012 № 526), а також розроблено Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу в Україні, яке ще не затверджено.

Необхідно зазначити, що вітчизняний приватний інвестор істотно обмежений у своїх можливостях купити акції іноземних емітентів. Адже, по-перше, на національному фондовому ринку таких цінних паперів не існує, а по-друге, вивести кошти за кордон забороняє українське законодавство, яке також обмежує в правах і торговців цінними паперами, насамперед брокерів, у придбанні цінних паперів за кордоном. Вітчизняні брокери не можуть цього зробити через законодавство про валютне регулювання в поточній редакції. Основною причиною, через яку брокери не можуть цього зробити оперативно, є перешкода вивезенню капіталу за кордон.

Наразі цінні папери іноземних емітентів демонструють на міжнародних фондових майданчиках значно вищу ліквідність порівняно з ліквідністю вітчизняних локальних цінних паперів на національних фондових біржах. Тому, вирішуючи проблему ліквідності фінансових інструментів як в межах держави, так і поза її межами, і можливості придбання іноземних фінансових інструментів, ми зможемо досягти основних цілей, наданих у таблиці 5.4.

На сьогодні вітчизняними правовими нормами встановлено, що фізичні особи, працюючи у професійних учасників ринку цінних паперів і укладаючи угоди з цінними паперами, повинні мати кваліфікаційні атестати. Для отримання кваліфікаційних атестатів відповідні співробітники повинні скласти кваліфікаційні іспити. Такі іспити і сертифікати діють у межах національного фондового ринку і аж ніяк не дають можливість працювати на міжнародному ринку. Тобто це означає, що вітчизняні та іноземні фахівці обмежені в можливостях отримати сертифікати міжнародного зразка та працювати в компаніях світового масштабу. При цьому ми повинні мати можливість визнання іноземних кваліфікаційних атестатів в Україні.

Звідси виходить, що навчальні заклади, які навчають таких спеціалістів, повинні, в свою чергу, мати відповідне методичне та кадрове забезпечення, яке відповідає всім світовим вимогам.

Таким чином, запропонована нами стратегія розвитку інфраструктури фінансового ринку України включає в себе економічні та адміністративні методи державного впливу на діяльність об'єктів інфраструктури фінансового ринку і враховує специфічні особливості формування інфраструктури фінансового ринку в нашій країні і сучасні тенденції його розвитку. Кожен з представлених етапів стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку включає в себе різноманітні завдання, реалізація яких призведе до розвитку ринкової інфраструктури ринку та підвищення ефективності її функціонування.

Тому реалізація обґрунтованої стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку дозволить, перш за все:

- оптимізувати рух фінансових ресурсів;
- знизити трансакційні витрати;
- впорядкувати ринкові взаємозв'язки на фінансовому ринку;
- знизити інвестиційні ризики;
- підвищити ліквідність фінансових інструментів [37].

Побудова стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку дає можливість націлити суб'єктів ринкових відносин на встановлення оптимальних ринкових взаємозв'язків.

5.2 Характеристика матриці розвитку фінансового ринку на основі інформаційної та операційної ефективності

З точки зору теорії розвитку, відомо, що фінансовий ринок формується поступово і відіграє важливу роль у зростанні відкритої ринкової економіки. Чим глибше розвиток ринків, тим вище довгострокові темпи зростання. У конкурентній економіці фінансовий ринок є центром прийняття найбільш ефективних інвестиційних рішень, що забезпечують міжгалузевий перелив капіталу, і єдиним інструментом збереження і примноження національних заощаджень.

Досить часто, говорячи про розвиток фінансового ринку, мають на увазі його ефективність. Ефективність фінансового ринку є однією з центральних ідей його функціонування. Також існують думки щодо його розвитку про те, що чим розвинутіша буде його інфраструктура та її суб'єкти, тим розвинутішим буде сам ринок. Але знову ж таки, на відміну від поняття ефективності ринку, це тільки припущення, і особливих розробок та досліджень у цьому напрямі не існує. Тому розгляд питання ефективності фінансового ринку безпосередньо має відношення до нашого дослідження.

Але така ефективність повинна бути взаємопов'язана із розвитком інфраструктури самого ринку.

Насамперед, потрібно зазначити, що зміст поняття “ефективність фінансового ринку” має дискусійний та неоднозначний характер, а в наукових економічних колах існують значні розбіжності щодо його тлумачення.

Дефініція “ефективність” є однією з найбільш важливих і одночасно слабо вивчених категорій у сучасній науці. На нашу думку, найбільш точне визначення економічної ефективності наводить Л. І. Лопатніков, який стверджує, що економічна ефективність – це здатність системи (не лише економічної, а й інших, наприклад, технічної, соціальної) у процесі її функціонування здійснювати економічний ефект (потенційна ефективність) і дійсне створення такого ефекту (фактична ефективність). При функціонуванні економічних систем завжди спостерігається деякий розрив між їх потенційною і фактичною ефективністю, що свідчить про дію гальмівних чинників – таких, як неоптимальний розподіл ресурсів, недосконалість економічних стимулів, недостатня якість виконання прийнятих рішень [149].

В той же час в економічній літературі існують різноманітні теорії ефективності ринку, але вони ґрунтуються, як правило, на наявності тієї чи іншої інформації відносно товару, який є на ринку.

Розглянемо більш детально основні теорії (гіпотези) ефективності ринку. Одна з перших гіпотез ефективного ринку була висунута французьким математиком Луї Башельє на початку ХХ ст. В його гіпотезі мова йшла про концепцію “випадкових блукань” або “ходіння наосліп”, яку він запропонував, коли аналізував прибутки, які одержували інвестори від володіння фінансовими інструментами.

Наступною роботою у цій галузі є дослідження англійського статистика Моріса Кендалла, який у своїх працях (1953 р.) стверджував, що рух цін на фондовому ринку не має ніяких тенденцій. Ціни розвиваються

сумбурно, їх коливання вгору чи вниз відбуваються незалежно від минулих періодів. Дані, які одержав М. Кендалл, показували, що передбачити майбутній рух цін на акції неможливо і поведінка інвесторів суперечить всім логічним діям і правилам, а фондовий ринок є ірраціональним. В середині ХХ ст. з'явилися різноманітні варіанти теорії блукань, кожен з яких доводив, що неможливо прогнозувати ціни і прибутки на ринку капіталів. Дещо пізніше з'являються концепції, які розмежовують короткострокові і довгострокові коливання цін. Деякі автори цих концепцій відзначали, що гіпотеза “ходіння наосліп” більшою мірою стосується довгострокового періоду, у короткостроковому періоді можна якоюсь мірою передбачити рух цін. Зазначалося також, що можна вгадувати рух цін акцій певного підприємства відносно руху акцій інших підприємств.

В той же час існують також критичні підходи до теорії “ходіння наосліп”. Вони полягають у тому, що якщо припустити, що всі інвестори мають однакову інформацію про майбутнє зростання цін на акції певної компанії, то вони одночасно подадуть заявки своїм брокерам негайно купувати ці акції, що призведе до зростання поточної ціни. У випадку, коли куплені акції були переоцінені, тобто прибуток за ними не був настільки високим, щоб купувати їх на великі суми, інвестори негайно дадуть заявки брокерам продати ці акції, і ціна на них упаде до рівня, що відповідатиме співвідношенню між ризиком і прибутком [313].

З урахуванням попередніх досліджень теоретики дійшли висновку, що на ціни впливає інформація, яка з'являється на ринку і яку одержують інвестори, але її важко передбачити, тому визначити рух цін у майбутньому досить важко. Але ідея про значення існуючої інформації для визначення поведінки інвестора розвивається. Конкуренція між інвесторами відбувається щодо питань одержання інформації про фінансові активи. Ті, хто першими отримують інформацію, перебувають у кращих умовах, тобто “йдуть попереду ринку”. Можливість передбачити ціни залежить саме від того, чи

володіє інвестор достатньо докладною і правдивою інформацією про фінансові інструменти, які він бажає купити (або продати).

Про те, що збір інформації повинен приносити прибуток, висловилися американські економісти С. Гроссман і Джозеф Е. Стігліц. Іншими дослідниками було зроблено висновок про необхідність розвитку інформаційної підсистеми інфраструктури фінансового ринку, яка б здійснювала збір, опрацювання й аналіз інформації, а продаж цієї інформації зменшував би витрати її користувачів.

Як висновок відносно попередніх різноманітних гіпотез в цьому питанні у 1965 році з'явилося дослідження чиказького економіста Юджина Фама про те, що найефективнішим є ринок, який має всю доступну інформацію. На основі цих досліджень виникла так звана гіпотеза (теорія) ефективного ринку, яка становить особливий інтерес з погляду вивчення не тільки фінансового ринку, а й загальної теорії фінансів.

Гіпотеза ефективного ринку є однією з основних і найбільш дискусійних сучасних фінансових концепцій. Вона піддавалась різноманітній гострій критиці, її заперечували, доводили її крах, сприймали з певними доповненнями. Хотілося б відмітити, що на основі її критики відбулися зміни парадигми (умоглядної моделі, на підставі якої розглядаються й аналізуються явища і події в глобальному аспекті). Взагалі, у фінансовій літературі гіпотезу ефективності ринку часто спотворювали. Зокрема, окремі автори висловлювалися про те, що гіпотеза ефективного ринку передбачає прогнозування цін і доходів. Вона полягає не в тому, що ринок працює узгоджено, укладання угод відбувається чітко і швидко. Ефективність у даному випадку розуміється у більш загальному плані – вона включає інформаційну ефективність, яка визначається обсягом та значенням отриманої інформації. Тому, на нашу думку, згідно з даною теорією ми повинні брати до уваги поняття інформаційної ефективності фінансового ринку, а не ринкової ефективності в цілому.

Теорія ефективності ринку стверджує, що в ринковій ціні вірно і майже без затримки відображається вся відома інформація і всі очікування учасників ринку. З теорії також випливає, що будь-який аналіз – фундаментальний або технічний – не може істотно допомогти збільшити прибутковість операцій, оскільки ціни відображають всю наявну інформацію, а надходження нової інформації відбувається випадковим чином. Тобто будь-які нові дані беруть до відома і аналізують інвестори, і ці дані (як нові, так і отримані раніше) знаходять точне відображення в ринковій ціні. Минулі дані ніяк не можуть вплинути на майбутні ціни, отже вивчення історичних даних за допомогою фундаментального або технічного аналізу абсолютно марне.

Але в обох положеннях теорії не враховано, що очікування дуже багатьох інвесторів ґрунтуються на минулих цінах (внаслідок використання технічних індикаторів та інформації про успіхи компанії в минулому, аналізу галузевих тенденцій і стану вторинного ринку і т.д.). А якщо ціни визначаються очікуваннями інвесторів, здається очевидним, що минулі ціни дійсно справляють істотний вплив на майбутні.

Отже, гіпотеза ефективного ринку може бути сформульована таким чином: ринок є ефективним відносно будь-якої інформації, якщо вона відразу і повністю відбивається в ціні активу.

За розглянутою гіпотезою розрізняють три форми ефективності ринку відповідно до отриманої інформації: слабку, середню та сильну, які засновані на різних ступенях отримання інформації (рис. 5.3).

Отже, з рисунка 5.3 видно, що за гіпотезою ефективного ринку Ю. Фама прийнято розрізняти три форми ринкової ефективності:

1. Слабка (низька) форма ефективності. Дана форма ефективності існує, якщо вартість ринкового активу повністю відображає минулу інформацію, що стосується даного активу (загальнодоступна в даний момент часу інформація про минулий стан ринку, перш за все щодо динаміки курсової вартості та обсяги торгівлі фінансовим активом). Якщо це припущення вірне, то інформація про історичні тенденції зміни цін тих чи

інших фінансових активів (незалежно від того, чи йде мова про тенденції минулого тижня або останніх 50 років) не має ніякої цінності при виборі об'єкта інвестування. Тому що той факт, що протягом останніх трьох днів ціна якоїсь акції зростала, ніяк не допомагає спрогнозувати її завтрашню ціну. Інформація про минулий рух ринку зазвичай використовується технічними аналітиками для визначення “сигналів” негайної купівлі та продажу цінного папера. Але така інформація не придатна для розробки торговельної стратегії. Для вирішення питання про застосування даної форми ефективності до фінансового ринку необхідні були емпіричні перевірки за двома напрямками: перевірка наявності кореляції між змінами цін у часі та перевірка ефективності різних технічних прийомів, що використовуються при здійсненні операцій на даному ринку.



Рисунок 5.3 – Три форми ринкової ефективності згідно з теорією ефективності ринку Ю. Фама (розроблено на основі [378])

2. Середня (помірна) форма ефективності. Наявність цієї форми передбачає, якщо вартість ринкового активу повністю відображає не тільки минулу, але і публічну інформацію (поточна інформація, яка стає

загальнодоступною в даний момент часу, надана в поточній пресі, звітах компаній, виступах державних службовців, аналітичних прогнозах тощо). Таким чином, якщо на фінансовому ринку існує помірна форма ефективності, немає сенсу вивчати щорічні звіти фірм та інші опубліковані статистичні дані або стежити за новинами з фінансового світу, оскільки будь-яка загальнодоступна інформація такого роду негайно відбивається на цінах акцій до того, як можна її використовувати у своїй практиці. Для перевірки реальності помірної форми ефективності використовувалися емпіричні дослідження двох типів: вивчення реакції цін на надходження нової інформації та оцінка показників прибутковості інвестицій у різних професійних менеджерів. В умовах ідеального ринку ціни повинні моментально реагувати на надходження нової інформації.

3. Сильна (висока) форма ефективності. Цей стан ринку можливий тільки в тому разі, якщо вартість ринкового активу повністю відображає всю інформацію – минулу, публічну і внутрішню (інсайдерська інформація, яка відома вузькому колу осіб завдяки їх службовому становищу, або іншим обставинам). Існує думка про те, що за сильної форми ефективності ринок має у своєму розпорядженні всю доступну інформацію. Закрита (конфіденційна) інформація проникає на ринок і має певну цінність, але вона не завжди відбивається в поточних ринкових цінах.

Отже, виходячи з проаналізованої теорії ефективності ринку, можна стверджувати про існування окремого, інформаційного напрямку в питанні детермінації змісту поняття “ефективність фінансового ринку”, і відзначати так звану інформаційну ефективність фінансового ринку. Ми погоджуємося із думкою банкіра-практика М. Запорожця про те, що в основі цієї теорії лежить теза про роль інформації на фінансовому ринку та його здатність “переробляти” таку інформацію та відобразити її в цінах [74].

Як підсумок, хотілось би відмітити, що з практичної точки зору не існує у чистому вигляді тієї чи іншої форми ефективного ринку. Усі три форми ефективності фінансового ринку пов’язані між собою: середня

включає слабку, а сильна може включати середню. Якщо слабка форма інформації недостовірна, то середня форма інформованості буде помилковою.

При появі поняття ефективного ринку гіпотеза ефективного ринку погоджувалася із концепцією ефективності розподілу ресурсів. Ю. Фама зазначав, що первинна роль ринку капіталу в економіці полягає в розподілі власності на капітал. У найзагальнішому вигляді ідеалом є ринок, де ціни подають точні сигнали про розподіл ресурсів, тобто ринок, на якому компанії можуть приймати інвестиційні та виробничі рішення, а інвестори можуть вибирати серед цінних паперів ті, що представляють діяльність компаній, виходячи з припущення, що курси цінних паперів в будь-який час повністю відображають всю доступну інформацію [378].

Якщо ринкові ціни сповна відбивають інформацію, яка є в інформаційному наборі, то це і є інформаційно ефективний ринок. Якщо ринок одержує не всю, а певну частину інформації, то він не зовсім ефективний з цього погляду.

Якщо співставити такі категорії як інформаційно ефективний ринок та ефективність розподілу ресурсів, то безперечно вони подібні та певний зв'язок між ними існує. Проте, якщо точніше, то інформаційно ефективний ринок не зовсім може означати ефективний розподіл ресурсів або ефективне виробництво. Саме ці концепції – інформаційної та ринкової ефективності – значно відрізняються одна від одної. Поняття ринкової ефективності нерозривно пов'язане з недосконалістю ринкової економіки, тоді як інформаційна ефективність, з практичної точки зору, передбачає відсутність будь-яких недосконалостей. Але ми стверджуємо про те, що з теоретичної точки зору, і ця думка має право на існування, можлива ситуація, коли інформаційна ефективність повністю відсутня, тобто нульова (рис. 5.4).

Така ситуація можлива у випадку, коли ми маємо справу із жорсткою командно-адміністративною системою управління економікою країни або переходом від такої системи до ринкової. Адже при такому управлінні

фінансовий ринок не виконує всіх своїх функцій, що стосуються акумулювання та перерозподілу фінансових ресурсів, а також торгівлі фінансовими інструментами. Необхідність у наявності інформації про об'єкти торгівлі зводиться до нуля.

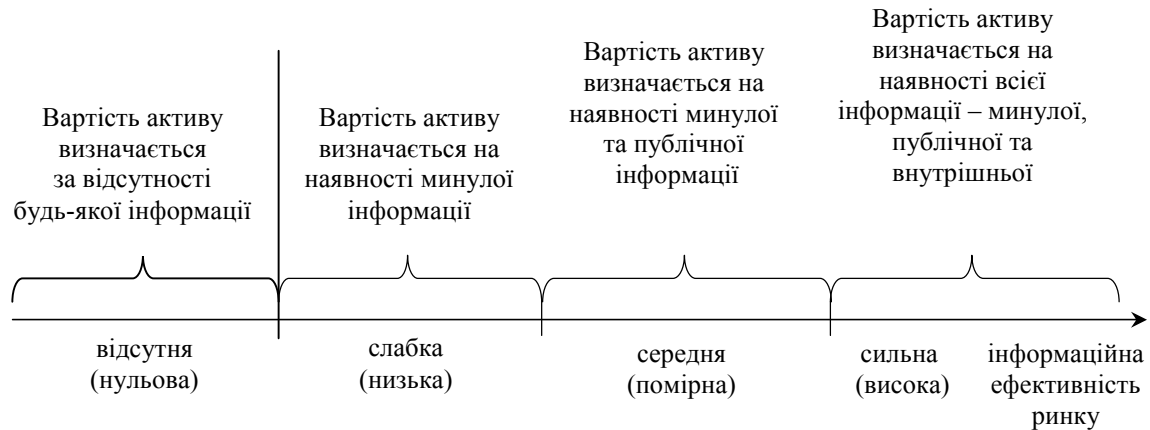


Рисунок 5.4 – Чотири форми інформаційної ефективності ринку
(авторська розробка)

Значна частина емпіричних досліджень проблем розвитку фінансового ринку була присвячена перевірці гіпотези інформаційної ефективності. З концепції ефективного ринку можна зробити декілька висновків. Основні з них наведені в таблиці 5.5.

До розглянутого визначення ефективного ринку потрібно зробити декілька критичних зауважень. Перш за все, ринкова ефективність не може виникнути в результаті спекулятивних операцій та арбітражу, що вимагають певних витрат. Якби такі операції не приносили прибуток, то вони просто припинили б своє існування. А якби це відбулося, то ми не змогли б про ринкову ефективність.

Як вже зазначалося вище, існує велика кількість досліджень, в яких робилися неодноразові спроби спростувати або підтвердити гіпотезу ефективного ринку шляхом виявлення довгострокової залежності цін на ринку від попередньої динаміки, тобто відповісти на питання: чи існує “пам’ять ринку”?

Таблиця 5.5 – Практична перевірка гіпотези ефективного ринку

Теоретичне припущення	Емпіричні докази
Ціни на фінансові активи змінюються в часі відповідно до закону випадкового блукання	Частково вірно, але на фінансовому ринку спостерігається невелика позитивна автокореляція на короткостроковому відрізку часу (щоденному, щотижневому і щомісячному); в довгостроковій перспективі (3-5 років) існує тенденція повернення ринкових цін до рівноважного значення
Нова інформація швидко відбивається в цінах на фінансові активи, поточна доступна інформація не дозволяє передбачати майбутню зміну цін і отримувати додатковий дохід	Нова інформація швидко, але неоднорідно враховується в цінах; поточна інформація про ціни чинить вплив на їх рух: на фондовому ринку зростаючі акції в короткостроковому періоді продовжують своє зростання (ефект імпульсу), в довгостроковому періоді виграють акції з низьким Р/Е коефіцієнтом і високими балансовими показниками (ефект цінності); на ринку FOREX поточний форвардний валютний курс служить індикатором майбутнього значення обмінного курсу
Технічний аналіз не дає трейдеру ніякої корисної інформації	Технічний аналіз знаходить широке поширення серед трейдерів, що теоретично говорить про його ефективність; емпіричні докази ефективності технічного аналізу щодо високих доходів мають змішаний характер
Керуючі інвестиційних фондів не можуть систематично отримувати більші доходи, ніж в середньому по ринку	Вірно лише частково
Ціни на фінансові активи завжди відповідають фундаментальним чинникам ціноутворення	Ціни на фінансові активи значно відхиляються від рівноважних протягом тривалих періодів часу

Джерело: узагальнено на основі [368]

Емпіричний аналіз дав неоднозначні результати. Підтримку гіпотезі ефективного ринку надали дослідження по деяких міжнародних фондових ринках: по американському ринку акцій за 1962–1987 роки; за британським фондовим ринком за 1965–1990 роки; по бразильському фондовому індексу Ibovespa; по 18 індексам промислово розвинутих країн за 1970–1992 роки, що розраховується Morgan Stanley Capital International.

Гіпотезу ефективного ринку спростували такі дослідження: фондових ринків Австрії, Італії, Іспанії, Кореї, Малайзії, Нової Зеландії та Сінгапуру за 1983–1998 рр.; оцінка прибутковості австралійського фондового ринку в 1876–1996 рр., зроблена компанією McKenzie; помісячні дані фондових ринків Японії і Китаю; щотижневі котирування 30 грецьких блакитних фішок (ASE30) [179].

За результатами цих міжнародних досліджень можна зробити висновок про те, що на фінансовому ринку ціни фінансових активів змінюються відповідно до закону випадкового блукання в наступних випадках:

- на високорозвинутих ринках, таких як США і Великобританія, де значна конкуренція інвесторів за прибутки призводить до мінімальних можливостей арбітражу і, як наслідок, випадкових коливань цін;

- в нерозвинутих країнах, де фондовий ринок ізольований від реального сектора економіки. На таких слабких ринках переважають спекулянти, що і призводить до появи броунівського руху цін;

- в інших країнах, де склалася банківськоорієнтована фінансова система, до яких входить і Україна.

Така перевірка інформаційної ефективності фінансового ринку повинна лягти в основу комплексного якісного аналізу факторів і передумов інформаційної ефективності фінансових ринків різних країн. Розгляд гіпотези ефективного ринку в сукупності з інституційним розвитком ринку допомагає відстежити процес становлення фінансового ринку з неефективного до інформаційно ефективного, а з практичної точки зору, допомагає оцінити ефективність прийнятих органами влади заходів щодо розвитку фінансового ринку з точки зору ціноутворення.

У рамках неокласичної економічної теорії під терміном “ефективність фінансового ринку” прийнято розуміти виключно інформаційну ефективність, тобто ступінь швидкості і повноти відображення всієї інформації, що впливає на ціноутворення активів. На нашу думку, ефективність процесу обміну фінансовими активами і вигідність укладання ринкових контрактів залежить від того, наскільки добре працюють інститути, правила регулювання ринку, правова база економіки. Тобто ринкова ефективність – це результат впливу на ринок (і, в кінцевому рахунку, на процес прийняття рішення економічним суб’єктом) завдяки використанню технологій та додержання певних норм, стабільно працюючих інститутів, за допомогою яких можна досягти зниження витрат на здійснення угод. Цікаво,

що неокласичні моделі ефективного фондового ринку так само, як і моделі рівноваги ринків цінних паперів та ефективного розміщення фінансових ресурсів, що з'явилися вже в кінці XX ст., ґрунтувалися на припущенні, що інститути регулювання фондового ринку стабільні і на ринках відсутні ризики, пов'язані з невиконанням деяких контрактів, а “правила гри” однакові для всіх учасників, тому й не розглядалася проблема ефективно функціонуючих інститутів, тим більше інститутів інфраструктури фінансового ринку.

Однак насправді це не зовсім так, особливо якщо враховувати, що регулювання фінансового ринку в різних країнах здійснюється по-різному. Крім того, не у всіх країнах інститути інфраструктури розвинуті та мають певну стабільність. У країнах з перехідною економікою вони тільки сформувалися і їх здатність повноцінно здійснювати зазначені функції викликає сумніви.

Ми вважаємо, що ефективне функціонування фінансового ринку в інформаційному суспільстві можливе тільки за умови появи інституалізованого кумулятивного профілю довіри. Потенційні учасники фінансових взаємовідносин повинні відчувати довіру до цілого ряду організацій, інститутів, що опосередковують фінансову взаємодію. В такому випадку створюється складний ланцюг: від організацій, що забезпечують технічне просування будь-якого повідомлення, що містить розпорядження та дозвіл про зняття грошей з рахунку та оплати придбаних фінансових активів, до банку, або іншої фінансової компанії, що відповідає за збереження та розпорядження коштами вкладника та до установ, що приймають гроші і виконують замовлення. Саме від реалізації цього механізму і буде залежати ступінь ефективності ринку. Таким механізмом повинна виступати інфраструктура ринку. І, як уже зазначалося нами вище, на ефективність фінансового ринку тієї чи іншої країни, особливо тих, що розвиваються, впливає ринкова інфраструктура та лібералізація економіки.

Крім того, досить часто в економічній літературі використовується поняття “досконалий (розвинутий)” фінансовий ринок. Окремі науковці вважають, що такий ринок володіє наступними ознаками:

- інформація повинна бути однаково доступна і безкоштовна для всіх учасників ринку;
- суб'єкти ринку не можуть впливати на ціну фінансових інструментів;
- відсутні операційні витрати в процесі обігу фінансових активів.

Поряд з цими ознаками ми можемо додати і розвинутість інфраструктури ринку.

Зауважимо, що концепція досконалого фінансового ринку виглядає, швидше, як певна теоретична абстракція, умови якої навряд чи можуть виконуватися в умовах реального ринку. Втім досконалий фінансовий ринок є базисом для інших розробок, насамперед, пов'язаних з розвитком фінансового посередництва та міжнародними стандартами.

На основі здійснених нами досліджень констатуємо той факт, що інфраструктура характеризується, перш за все, цільовою єдністю її елементів, при цьому кожен з елементів відрізняється своєю функціональною специфікою.

Зростання інфраструктурних послуг і числа інфраструктурних елементів, зниження ціни за послуги суб'єктів інфраструктури призводять до збільшення інфраструктурної доступності для учасників ринку. Такі зміни позитивно позначаються на соціально-економічних показниках розвитку фінансового ринку: збільшується вигода від одержуваних інфраструктурних послуг, розширюється доступність цих послуг на ринку і, як наслідок, зростає довіра прямих учасників до існуючої інфраструктури і ринку в цілому. Таким чином, вигода учасників фінансового ринку від збільшення доступності інфраструктурних ресурсів характеризується показником розвинутості інфраструктури. У той же час оптимальний стан функціонування інфраструктури залежить від розвитку та активності учасників фінансового ринку. Чим більше розвинута інфраструктура, тим більший ефект отримують

суб'єкти ринку. В даному випадку мова йде про інфраструктурну ефективність фінансового ринку.

Інфраструктурна ефективність визначається не кількістю кожного із інфраструктурних елементів, а кількістю видів та інтеграцією їх діяльності. Системність інфраструктурних інститутів передбачає комплексну підтримку здійснення угод на фінансовому ринку.

Таким чином, якщо ринок не є ефективним з інфраструктурної точки зору, то на ньому завжди присутні інвестори, які мають переважне становище порівняно з іншими учасниками торгівлі.

Що стосується взаємозалежності таких понять як “розвинутість (досконалість) ринку” та “інфраструктура”, то слід констатувати той факт, що чим більш розвинутий ринок, тим більше інфраструктурних суб'єктів з'являється на ньому і тим сильніша буде інфраструктурна ефективність (рис. 5.5).

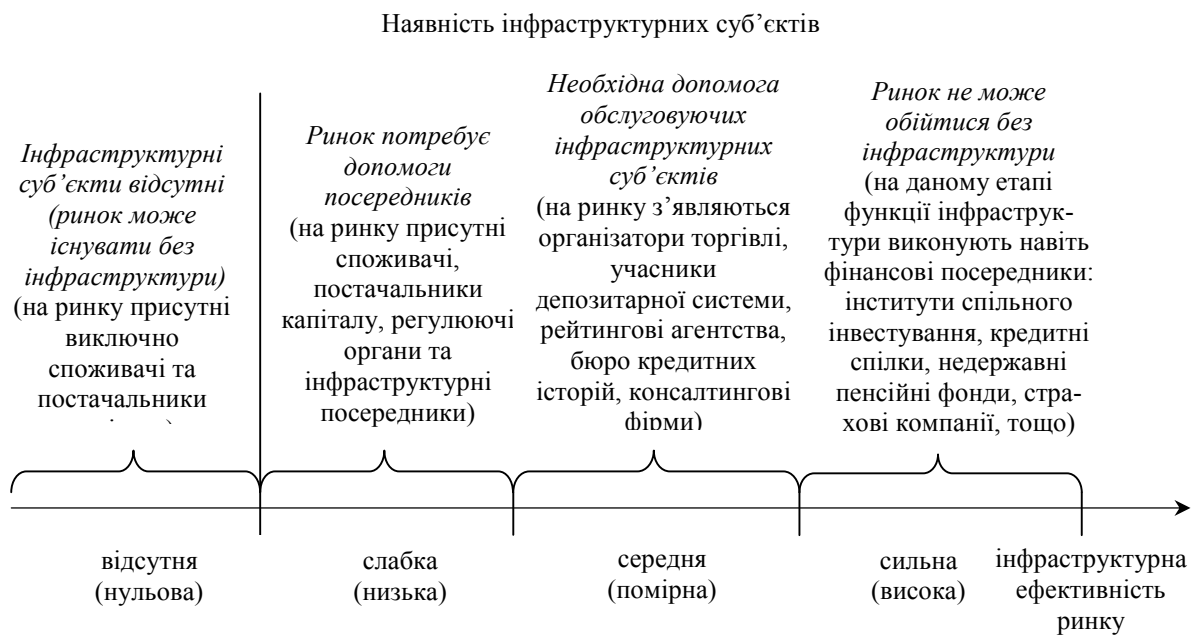


Рисунок 5.5 – Чотири форми інфраструктурної ефективності ринку
(авторська розробка)

Як видно з рисунка 5.5, ми маємо чотири форми інфраструктурної ефективності фінансового ринку, аналогічні інформаційній ефективності, починаючи із нерозвинутого і закінчуючи високорозвинутим. Відмінність такого стану одного від іншого полягає у так званій допомозі основним учасникам ринку – покупцям і продавцям фінансових активів.

Якщо про нульову форму інфраструктурної ефективності фінансового ринку, то правильність та швидкість укладання угод повністю залежить від покупців та продавців. Наступна – слабка форма даної ефективності характеризується тим, що частину ризиків в укладанні фінансових угод покладають на себе так звані інфраструктурні посередники, які зводять покупців та продавців та беруть на себе певні зобов'язання. Наявність інфраструктурних посередників та всіх обслуговуючих суб'єктів на ринку говорить нам про середню форму інфраструктурної ефективності фінансового ринку. Вершиною досконалості та сильної форми інфраструктурної ефективності фінансового ринку є той факт, що ринок та процес інвестування не може обійтися без фінансових посередників, самостійних вкладень інвесторів не існує, а всі ризики повністю перекладаються на фінансових посередників, яких на даній стадії розвинутої ми вже можемо вважати інфраструктурними суб'єктами на відміну від інших форм, де вони є просто інституційними інвесторами.

Для кращого розуміння сутності всіх вищеназваних дефініцій та наочної демонстрації поєднання понять “інформаційна ефективність” та “інфраструктурна ефективність” фінансового ринку потрібно звернутися до рисунка 5.6.

Вся доступна інформація, що відображена на даному рисунку, може бути умовно поділена на три групи. Першу групу складає інформація про минулу динаміку курсів, тобто історичні дані про зміну цін на різні папери та звітність підприємств. У сукупності з іншими формами публічної інформації (газетними публікаціями, повідомленнями про зміну економічних показників тощо) вона включається до складу другої групи – загальнодоступної

інформації. Крім загальнодоступних існують відомості, що поширюються в приватному порядку. Як правило, це інформація інсайдерів про стан справ у конкретній компанії, її найближчих планах і намірах. Такі відомості формують третій розділ класифікації даних – приватну інформацію.

Аналогічно, три групи інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку існують у частині інфраструктурної ефективності ринку. Першу групу складають банківські та небанківські інфраструктурні посередники, які є прямими суб'єктами інфраструктури (слабка форма інфраструктурної ефективності фінансового ринку) – рис. 5.5.

До другої групи інфраструктурних суб'єктів належать учасники різноманітних підсистем інфраструктури як прямих, так і непрямих учасників. Як уже зазначалося нами вище, саме фінансові посередники, входячи до інфраструктури, складають третю групу високої форми інфраструктурної ефективності, виступаючи при цьому непрямими інфраструктурними суб'єктами.

В цілому можна констатувати той факт, і цьому свідчать різноманітні докази, що фінансовий ринок може бути розвинутим, але не ідеально ефективним. У більшості випадків учасники ринку володіють лише обмеженими знаннями, а витрати на пошук інформації високі. Крім того, їм необхідно виплачувати податки і покривати трансакційні витрати. Таким чином, у більшості випадків і інвестори, і менеджери повинні діяти, виходячи з припущення, що фінансовий ринок ефективний, а ціни фінансових активів не містять жодних спотворень.

На сьогодні існує широкий спектр фінансових моделей щодо розвинутості та ефективності фінансового ринку, але ні про одну з них не можна сказати, що вона повністю завершена. Емпіричні дослідження показують, що більшість сучасних моделей не поєднують ці дві основні характеристики фінансового ринку, а є окремими, незалежними та не вказують на відповідність ринку його стану з урахуванням тієї чи іншої форми розвитку та ефективності.

Інформаційна ефективність ринку		Інфраструктурна ефективність ринку	
Ринкові котирування за минулі періоди		I група	Банківські інфраструктурні посередники
Дані фінансової звітності підприємств			Небанківські інфраструктурні посередники
Загальнодоступна інформація	Дані в ЗМІ стосовно діяльності підприємств	II група	<i>Прямі інфраструктурні суб'єкти</i>
	Дані про укладені угоди, або ті, що планується укласти		Суб'єкти торговельної складової
	Повідомлення про зміну основних макроекономічних показників		Суб'єкти облікової складової
	Рекламні та PR-компанії		Суб'єкти інформаційної складової
	Політична, кримінальна хроніка, скандали, викриття та ін.		Суб'єкти регулятивної складової
	Інша загальнодоступна інформація		Суб'єкти організаційно-технічної складової
			<i>Непрямі інфраструктурні суб'єкти</i>
Суб'єкти організаційної складової зовнішньої інфраструктури			
Приватна інформація	Внутрішньофірмова (інсайдерська) інформація про стан справ та плани підприємства	III група	Фінансові посередники
	Конфіденційні відомості про здоров'я, наміри, вчинки та ін. керівництва та крупних інвесторів		
	Інша приватна інформація		

Рисунок 5.6 – Складові, що характеризують інформаційну та інфраструктурну ефективність фінансового ринку (авторська розробка)

На основі всього вищепроаналізованого та доведеного нами було складено матрицю розвитку фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та інфраструктурної ефективності, де в основних квадрантах є опис існуючого інформаційного та інфраструктурного забезпечення кон'юнктури фінансового ринку (табл. 5.6).

Як видно з даної таблиці, ми маємо шістнадцять складових матриці розвитку фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та інфраструктурної ефективності, починаючи від відсутності ефективності і до вільної форми ефективного ринку. По вертикалі ми маємо справу зі

складовими (A_n), що показують нам розвинутість інфраструктури фінансового ринку, а по горизонталі – елементи інформаційної складової ефективності фінансового ринку (B_n).

Таблиця 5.6 – Матриця розвитку фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та інфраструктурної ефективності

Ефективність ринку		Інформаційна			
		Відсутня (нульова) (B_1)	Слабка (низька) (B_2)	Середня (помірна) (B_3)	Сильна (висока) (B_4)
Інфраструктурна	Відсутня (нульова) (A_1)	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями виключно за домовленістю без будь-якої наявної інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями за домовленістю на основі попередньої інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями за домовленістю на основі попередньої та наявної публічної інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями за домовленістю на основі всієї наявної інформації, включаючи інсайдерську, про ціну товару та його ринок
	Слабка (низька) (A_2)	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників, будь-яка наявна інформація про ціну товару та його ринок відсутня	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників, на основі попередньої інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників на основі попередньої та наявної публічної інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників на основі всієї наявної інформації, включаючи інсайдерську, про ціну товару та його ринок
	Середня (помірна) (A_3)	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників за допомогою обслуговуючих суб'єктів інфраструктури, будь-яка наявна інформація про ціну товару та його ринок відсутня	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників за допомогою обслуговуючих суб'єктів інфраструктури, на основі попередньої інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників за допомогою обслуговуючих суб'єктів інфраструктури, на основі попередньої та наявної публічної інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників за допомогою обслуговуючих суб'єктів інфраструктури, на основі всієї наявної інформації, включаючи інсайдерську, про ціну товару та його ринок
	Сильна (висока) (A_4)	Стан ринку, при якому у всіх угодах купівлі-продажу фінансових активів беруть участь всі інфраструктурні суб'єкти, включаючи фінансових посередників, але будь-яка наявна інформація про ціну товару та його ринок відсутня	Стан ринку, при якому у всіх угодах купівлі-продажу фінансових активів беруть участь всі інфраструктурні суб'єкти, включаючи фінансових посередників, використовуючи попередню інформацію про ціну товару та його ринок	Стан ринку, при якому у всіх угодах купівлі-продажу фінансових активів беруть участь всі інфраструктурні суб'єкти, включаючи фінансових посередників, використовуючи попередню та наявну публічну інформацію про ціну товару та його ринок	Стан ринку, при якому у всіх угодах купівлі-продажу фінансових активів беруть участь всі інфраструктурні суб'єкти, включаючи фінансових посередників, використовуючи всю наявну інформацію, в тому числі і інсайдерську, про ціну товару та його ринок

Джерело: авторське узагальнення

Квадрант A_1B_1 є відправною точкою у розгляді і визначенні існуючого інформаційного та інфраструктурного забезпечення кон'юнктури фінансового ринку, що означає наявність мінімальної різноманітності основних суб'єктів ринку та повну відсутність інфраструктури на ринку, при тому, що ціни на фінансові активи встановлюються без наявності будь-якої інформації про даний товар. З подальшим збільшенням складової матриці A_1 або B_1 збільшується як кількість інфраструктурних суб'єктів, так і наявність інформації про фінансові активи як об'єкти купівлі-продажу.

Відносно розвинутості інфраструктури ринку було вже зазначено, а щодо інформаційної складової хотілось би відмітити, що починаючи із сектора B_2 , інвестори вже мають доступ до певної публічної інформації. Публічна інформація міститься в загальнодоступних доповідях, повідомленнях, що публікуються в газетах, часописах, довідниках, урядових публікаціях і оголошеннях. Вони містять дані не тільки про фінансовий ринок, а й про найрізноманітніші макропоказники: обсяг ВВП (у поточних і незмінних цінах); капіталовкладення – як державні, так і приватні; стан внутрішньої і зовнішньої заборгованості; іноземні інвестиції; експорт і імпорт; стан платіжного балансу, державного бюджету; дефіцитність бюджету і багато інших показників. Така інформація дає можливість певною мірою передбачити розвиток ділового циклу, на підставі чого можна спрогнозувати також розвиток фінансового ринку і визначити стратегію.

Важливою частиною публічної інформації є фінансова звітність емітентів, що періодично публікується: стан балансу, рух валового прибутку, чистого прибутку, дивідендів, прогнози розвитку, продажу, випуск нової продукції, конкурентоспроможність на внутрішньому і на зовнішніх ринках та інші дані. Весь обсяг публічної інформації використовується інвесторами та аналітиками, що здійснюють так званий фундаментальний аналіз фінансової звітності корпорацій емітентів цінних паперів.

Рівень матриці B_4 вже передбачає використання разом із публічною інформацією також і приватної. Приватну інформацію може дати інсайдер, тобто особа, безпосередньо до неї причетна. Такою інформацією володіють,

наприклад, чиновники, менеджери і службовці підприємств, експерти, радники банків і фірм, а іноді дрібні службовці, що технічно оформляють важливі документи. Приватна інформація не публікується, її можна тільки купити, що несе в собі додаткові витрати. Але продаж такої інформації є продажем комерційної або урядової (державної) таємниці, що охороняється законодавством. Моральні норми ринкової економіки, засновані на довірі, не допускають продажу інформації. Взагалі, інсайдерам заборонено нечесно використовувати внутрішню інформацію заради власної вигоди.

Складена нами матриця дає змогу визначити, наскільки ефективним та досконалим є ринок при наявності її окремих складових. Як підсумок хотілось би відмітити, що найкраща ситуація на фінансовому ринку буде в секторі A_4B_4 матриці, коли буде наявна вся інформація про об'єкти купівлі-продажу та найрозвинутішу інфраструктуру, без якої не обходиться укладання будь-якої угоди щодо купівлі-продажу фінансових активів.

В той же час будь-який стан кон'юнктури фінансового ринку потребує покращення завдяки переходу на один крок вперед з урахуванням певних вдосконалень. Для кожного сектора матриці нами запропоновано подальше покращення ситуації на фінансовому ринку як у напрямку підвищення ефективності, так і в напрямку розвинутості ринку (табл. 5.7).

Отже, дивлячись на матрицю стратегічного розвитку кон'юнктури фінансового ринку на основі його ефективності та розвинутості, ми бачимо, які заходи потрібно здійснити для покращення ситуації або в напрямі отримання і використання інформації про фінансові активи, або в напрямі розвитку інфраструктури фінансового ринку, а також в обох напрямках одночасно.

Основними напрямками, що призводять до сильної форми інформаційної ефективності (B_4) фінансового ринку, є дії як державних, так і недержавних органів стосовно контролю і захисту використання інсайдерської інформації на ринку. Адже її наявність не завжди йде на користь ринку та його суб'єктам, що і потребує додаткових зусиль для

врегулювання різноманітних колізій в частині її використання та розповсюдження.

Таблиця 5.7 – Матриця стратегічного розвитку фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та інфраструктурної ефективності

Ефективність ринку		Інформаційна			
		Відсутня (нульова) (В ₁)	Слабка (низька) (В ₂)	Середня (помірна) (В ₃)	Сильна (висока) (В ₄)
Інфраструктурна	Відсутня (нульова) (А ₁)	Запровадження системи надання та публікації звітності емітентами, зменшення витрат у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою посередників	Забезпечення ринку оперативною інформацією, зменшення витрат у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою посередників	Розвиток корпоративного управління та зменшення витрат у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою посередників	Контроль і захист використання інсайдерської інформації на ринку та зменшення витрат у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою посередників
	Слабка (низька) (А ₂)	Запровадження системи надання та публікації звітності емітентами та посередниками, зменшення витрат і ризиків у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою обслуговуючої інфраструктури	Забезпечення ринку оперативною інформацією, наданою емітентами та посередниками, зменшення витрат і ризиків у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою обслуговуючої інфраструктури	Розвиток корпоративного управління та зменшення витрат і ризиків у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою обслуговуючої інфраструктури	Контроль і захист використання інсайдерської інформації на ринку та зменшення витрат і ризиків у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою обслуговуючої інфраструктури
	Середня (помірна) (А ₃)	Створення системи надання звітності емітентами та всіма професійними учасниками ринку, процес заощадження та накопичення коштів здійснювати за допомогою фінпосередників	Забезпечення ринку оперативною інформацією, в т.ч. і на основі індикаторів розвитку, процес заощадження та накопичення коштів здійснювати за допомогою фінпосередників	Розвиток корпоративного управління, етики фінансового ринку, процес заощадження та накопичення коштів здійснювати за допомогою фінпосередників	Контроль і захист використання інсайдерської інформації на ринку, процес заощадження та накопичення коштів здійснювати за допомогою фінпосередників
	Сильна (висока) (А ₄)	Створення системи надання звітності емітентами, всіма професійними учасниками ринку та системи захисту прав та інтересів інвесторів	Забезпечення ринку оперативною інформацією, в т.ч. і на основі індикаторів розвитку та створення системи захисту прав та інтересів інвесторів	Розвиток корпоративного управління та етики фінансового ринку, створення системи захисту прав та інтересів інвесторів	Контроль і захист використання інсайдерської інформації на ринку та створення системи захисту прав та інтересів інвесторів

Джерело: авторське узагальнення

Крім того, квадранти А₄ даної матриці, що відносяться до інфраструктурної ефективності фінансового ринку потребують більше різноманітних заходів створення досконалого ринку. Залежно від ступеня ефективності ринку, потрібно створити визначену систему захисту прав та інтересів інвесторів, яка на певних стадіях призведе і до розвитку корпоративного управління на ринку та дотримання етики фінансового ринку, що включає в себе правила та принципи ведення чесного бізнесу, які

стосуються не тільки моральних і професійних якостей учасників ринку, але і механізмів ціноутворення, розкриття інформації, розв'язання конфліктних ситуацій, фінансової відповідальності.

Розробка і дотримання національних етичних кодексів професійної поведінки учасників фінансового ринку створює основу цивілізованого ринку, що характеризується, перш за все, низьким ступенем ризику як для інвесторів, так і для споживачів капіталу. Завдання підготовки детальних етичних вимог лежить в основному на саморегулювальних організаціях та асоціаціях професійних учасників ринку, про які ми говорили в п. 2.4 нашої роботи. Об'єднуючи професіоналів, ці організації забезпечують просування на ринок кваліфікаційних стандартів, а також етичних норм, що відповідають кращим нормам міжнародної практики [163].

Як підсумок, в таблиці 5.8 ми наводимо приклад можливого напрямку зміни існуючого стану розвитку фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та інфраструктурної ефективності. Зміна існуючої ситуації можлива після врахування всіх запропонованих нами в даній роботі пропозицій щодо покращання стану не тільки інфраструктури фінансового ринку України, а і ринку в цілому.

Таблиця 5.8 – Матриця зміни існуючого стану фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та інфраструктурної ефективності

Ефективність ринку		Інформаційна			
		Відсутня (нульова) (B ₁)	Слабка (низька) (B ₂)	Середня (помірна) (B ₃)	Сильна (висока) (B ₄)
Інфраструктурна	Відсутня (нульова) (A ₁)	A ₁ B ₁	A ₁ B ₂	A ₁ B ₃	A ₁ B ₄
	Слабка (низька) (A ₂)	A ₂ B ₁	A ₂ B ₂	A ₂ B ₃	A ₂ B ₄
	Середня (помірна) (A ₃)	A ₃ B ₁	A ₃ B ₂	A ₃ B ₃	A ₃ B ₄
	Сильна (висока) (A ₄)	A ₄ B ₁	A ₄ B ₂	A ₄ B ₃	A ₄ B ₄

Джерело: власна розробка

Як висновок, можна зазначити, що саме низький рівень ефективності ринку ставить під сумнів можливість застосування методів технічного аналізу для прогнозування цін активів, середній рівень ефективності передбачає також незастосовність підходів фундаментального аналізу.

Для того, щоб вважати ринок ефективним, потрібно:

- щоб була не тільки присутність, а й активність на ринку великої кількості учасників торгівлі;
- всі учасники ринку повинні мати однаковий доступ до всієї інформації, що впливає на біржові курси;
- кожен учасник торгівлі повинен однаково оцінювати отриману інформацію;
- учасники вільно і рівноправно конкурують на ринку фінансових інструментів;
- ухвалені рішення про покупку або продаж фінансових активів повинні швидко реалізовуватися на організаторах торгівлі.

Поняття ефективності має сенс тільки для тих ринків, на яких курси фінансових інструментів дійсно прагнуть відображати їх інвестиційну вартість (раціональні ринки).

На практиці вищеперераховані умови не завжди виконуються і мова може йти лише про ту чи іншу міру справедливості цих припущень. Якщо для розвинутих фінансових ринків наявність великої кількості учасників торгівлі не викликає сумнівів, то для багатьох ринків, що розвиваються (зокрема, вітчизняного фондового ринку) ця умова не завжди виконується. Зокрема, незважаючи на значну кількість учасників, на українському фондовому ринку діє відносно небагато великих гравців, які можуть цілеспрямовано впливати на ціни, здійснюючи ринкові маніпуляції. Таким чином, у даному випадку не виконується одна з найважливіших умов ефективності ринку. Те ж саме можна і про інші умови ефективності ринку.

5.3 Визначення інформаційної ефективності фінансового ринку

Як ми уже зазначали, не менш важливим фактором загальної ефективності та досконалості фінансового ринку, є його інформаційна прозорість, що прагне досягти основної мети – організації зближення власників капіталу і його споживачів.

Визначаючи інформаційну ефективність фінансового ринку необхідно брати до уваги, перш за все, склад, структурованість, повноту, достовірність та своєчасність інформації про параметри функціонування ринку. Тому, важливою складовою інфраструктури фінансового ринку є її інформаційні елементи, що забезпечують процес публічного розкриття та надання інформації про ринок і події, що впливають на його функціонування.

До інформаційних елементів інфраструктури відносять: спеціалізовані організації, що здійснюють збір, зберігання, аналіз та надання інформації про кон'юнктуру ринку (котирування, курси, рейтинги), діяльність регулюючих органів, СРО, професійних учасників ринку, споживачів капіталу та інвесторів; транспорт інформації (технологія поставки інформації та телекомунікаційні системи); користувальницькі засоби роботи з інформацією (програмні продукти) [163].

Потрібно відмітити, що особливістю всіх досліджень щодо інформаційної ефективності є те, що до уваги береться інформація відносно активів фондового ринку, тому потрібно вважати, що ці дослідження направлені і стосуються ефективності фондового ринку. Існуючі дослідження ступеня інформаційної ефективності фондового ринку носять досить стандартний характер і з кожним новим дослідженням така зміна незначна, незалежно від того, які ринки воно охоплює: чи аналізуються ринки розвинених країн зі сформованою ринковою економікою, чи ринки країн з так званими новоствореними ринками. Останнім часом підвищену увагу дослідників привернула проблема підвищення ступеня інформаційної

ефективності фондових ринків країн, що розвиваються. Це пояснюється тим, що процес підвищення інформаційної ефективності фондових ринків має велике значення для таких ринків, структура та організація діяльності на яких постійно змінюється.

На сьогодні існує декілька добре відомих способів перевірки фондового ринку на інформаційну ефективність і аналізу ступеня її прояви. Загальною відправною точкою в дослідженні інформаційної ефективності за різними підходами є аналіз можливості передбачення цін на фінансові інструменти на основі інформації про їх минулі значення [328].

Емпіричні тести (перевірки) наявності всіх трьох форм ефективності фінансового ринку ведуться за напрямками, що наведені в таблиці 5.9.

Таблиця 5.9 – Методи перевірки та джерела отримання інформації при визначенні ступеня інформаційної ефективності ринку

Форми ефективності		
Слабка	Середня	Сильна
Методи перевірки		
1. Статистичні перевірки (наявність кореляції між змінами цін у часі. Будується авторегресійне рівняння прогнозування ціни фондового інструменту)		
2. Методи непараметричної статистики (проводиться тест на випадковий характер рядів змін цін)		
Джерела отримання інформації		
1. Інформація від застосування різних технічних прийомів, що використовують при укладанні угод на фондовому ринку. Це торгові стратегії, що засновані на технічному аналізі	1. Публікація фінансової звітності	1. Корпоративні інсайдери
	2. Публікація вагомих подій в політиці та економіці світу, країни та окремої компанії	2. Аналітики
	3. Використання індикаторів, які використовуються для пргнозу майбутньої доходності ринку та індивідуальних активів	3. Управляючі портфелями
	4. Календарні ефекти	
Висновки		
Коефіцієнт кореляції прагне до нуля, послідовності у змінах цін немає, ціни непостійні. У результаті тестування торгових стратегій виявляється, що більшість їх не дають статистично значимої переваги порівняно зі стратегією «купив і тримай»	В цілому результати перевірки середньої форми ефективності для розвинених ринків неоднозначні. Дослідження показали ефективність ринку щодо майже всіх істотних подій як у світі, так і всередині компанії	Винятковий доступ до важливої інформації забезпечує значну надприбутковість інвестицій для корпоративних інсайдерів, що спростовує реальність існування фондового ринку, який володіє сильною формою ефективності

Джерело: авторське узагальнення

Досить часто при визначенні ефективності ринку до уваги береться «bid-ask spread» в поєднанні з волатильністю цін. Дана міра використовує емпіричне спостереження: чим розвинутіший ринок, тим нижче спред (spread) і волатильність активу. Зростання цих показників свідчить про появу інформації, яку колективний розум ринку ще не «переробив у рівноважну котирування», а значить, може бути присутнім можливість арбітражу, і відповідно ринок не ефективний по гіпотезі ефективного ринку [93].

Перевірка будь-якого рівня ефективності пов'язана з низкою проблем. Найголовніша – оцінка ступеня ефективності нестійка для нестационарних часових рядів. А фінансові ряди, як правило, такі і є. Це вкрай ускладнює інтерпретацію одержуваних результатів статистичних тестів. Справа в тому, що навіть якщо ринок неефективний, це не означає, що всі зможуть отримувати дохід при використанні того чи іншого виду інформації. Основні причини цього виявляються в наступному:

- різне сприйняття і надання різної значимості учасниками одній і тій самій інформації;
- різна інтерпретація учасниками однієї і тієї ж інформації;
- різні здібності учасників до дослідницької роботи.

Тому результати перевірки одного і того ж самого ринку можуть істотно відрізнятись у різних учасників. Використовуючи одні тести можна обґрунтувати, що ціноутворення на вітчизняних фондових майданчиках є неефективним, і навпаки, використовуючи інші тести довести ефективність ринку. А за великим бажанням навіть можливо доказати тезу, що провідні західні фондові ринки менш ефективні, в порівнянні з так званими периферійними, в тому числі і з українським.

В той же час від результатів дослідження ступеня ефективності фондового ринку залежить дуже багато факторів, таких як наявність масових спекулятивних операцій, вибір стратегії (активна чи пасивна) інвесторами при формуванні портфелів цінних паперів, довіра результатам розрахунків

прибутковості цінних паперів, здійснених на базі моделі оцінки капітальних активів [188].

Відзначимо також, що ефективний ринок має властивість інвестиційної привабливості, оскільки дає можливість інвесторам будувати обгрунтовані диверсифіковані стратегії, що піддаються чіткій формалізації. Таким чином, для всіх зацікавлених у розвитку вітчизняного фондового ринку осіб, в тому числі і для інвесторів, важливо оцінити ступінь ефективності вітчизняного фондового ринку.

Умови та тенденції, що існують останні роки в розвитку національного ринку цінних паперів, визначають його складну кон'юнктуру. Для інвесторів тут одночасно виявляється і ряд переваг, і ряд загроз. До переваг можна віднести потенційні можливості вигідно «зіграти на ризиках», на схильності ринку різким ціновим коливанням. Загрозами виступають небезпека використання неспроможних стратегій, основа яких руйнується внаслідок низької капіталізації ринку, відносно малою часткою free float, надлишку маніпулятивної практики, прецедентів інсайдерської торгівлі та інших факторів. Маючи таку ситуацію на ринку, методики ціноутворення на фондовому ринку, що використовуються для побудови стратегій не завжди отримують ясні характеристики, а вага невизначено великої і слабо диференційованої кількості факторів, які чинять тиск на ціни, стає вельми істотним.

Тому ключовим учасникам ринку, що управляють власними, позиковими та переданими в управління активами і прагнуть мінімізувати свої ризики, необхідно в процесі прийняття інвестиційних рішень керуватися чіткими інструментами і алгоритмами для вирішення своїх завдань [133].

Необхідно відзначити, що підтвердити або спростувати гіпотезу про ефективність фінансових ринків різних країн намагалися багато вчених, у тому числі і в Україні. Проте до цих пір єдиної думки про те, чи є вітчизняний фінансовий ринок ефективним чи неефективним, немає.

В контексті нашого дослідження зазначимо, що так звані транзитивні фінансові ринки апріорі відносяться до недосконалих зі слабким рівнем інформаційної ефективності. На нашу думку, в поєднанні з незрілістю його інститутів та механізмів, це створює підстави для використання модифікованих критеріїв ефективності.

Український ринок є досить привабливим, але на сучасному етапі свого розвитку характеризується спекулятивністю, наявністю цільових інтересів, які прагнуть досягти певного контролю над конкретним рентабельним підприємством за рахунок придбання його контрольного пакета акцій.

Проведені дослідження різними науковцями свідчать, що застосування фундаментального і технічного аналізу у вітчизняних умовах не завжди є ефективним через наявні об'єктивні обмеження. Зокрема, недостатній розвиток інформаційної інфраструктури ринку і домінування непрозорого для інвесторів неорганізованого ринку значно ускладнює отримання достовірного прогнозу про курс акцій за допомогою інструментів технічного аналізу.

Важливою на сьогодні в Україні є проблема недостовірності, несвоечасності, необґрунтованості інформації про діяльність учасників фінансового ринку. На жаль, в нашій країні слабо розвинуте інформаційне поле, тому фінансовий ринок залишається мало прозорим. Сьогодні інформаційна структура розвивається дуже повільно, інформація доходить із запізненням і зазвичай втрачає свою актуальність. Понад 40 % інформаційних даних, що надходять від суб'єктів ринку до статистичних та державних органів влади часто містять помилки. Інколи у звітах, які повинні висвітлювати ринкові проблеми, з'являються короткі рекламні фрази.

Крім того, нинішні законодавчі вимоги щодо подачі до НКЦПФР фінансової звітності емітентів раз на рік і особливостей її розповсюдження значно ускладнюють оцінку вартості підприємства за допомогою фундаментального аналізу і проведення її коригування на основі лише минулорічних даних, які не завжди вчасно стають відомі широкому загалу.

Аналіз особливостей діяльності неорганізованого ринку свідчить про недостатню поінформованість (тобто інформаційну асиметрію) значної частини акціонерів – громадян України про поточну вартість акцій, власниками яких вони стали внаслідок масової приватизації. Прямими негативними наслідками такого явища, зокрема, є розбіжності в ціні акцій на організованому та неорганізованому ринках, підвищені інвестиційні ризики через відсутність достовірної та актуальної інформації про фінансовий стан емітентів, неповне та несвоєчасне інформування учасників ринку про поточні тенденції, неможливості ринку виконувати важливу функцію ціноутворення, справедливого оцінювання активів, відсутність ефективного джерела фінансових ресурсів для емітентів цінних паперів тощо.

Реакція ринку на інформацію, що надходить до нього, полягає у зміні ціни фінансового активу. Принаймні, саме такої реакції чекають від нього всі учасники ринкових відносин, і перш за все, суб'єкти, що спеціалізуються на наданні брокерських послуг на фінансовому ринку. Отримавши інформацію, що надійшла, ринок повинен в найкоротші терміни, практично миттєво, довести до всіх причетних до нього суб'єктів нові котирування акцій, всіх як збанкрутілих підприємств, так і активно діючих. Таке швидке відображення цін на ринку дозволяє дотримуватися рівності ринкової ціни акції її внутрішньої вартості. При цьому немає можливості придбати цінні папери дешевше, а продати дорожче, так як є її справжня, справедлива (внутрішня) ціна. В цьому і проявляється абсолютна ефективність ринку, яка полягає в тому, що використовуючи інформацію, не можна при купівлі та продажу цінних паперів отримати надприбуток. Через таку вузьку спрямованість фінансовий ринок і вважається досить неефективним і недосконалим.

Крім того, очевидно, що досягнення найвищого ступеня ефективності ринку на даних умовах можливо тільки на ідеальному ринку, а оскільки інформація не може бути рівнодоступною, безкоштовною і, крім цього існують податки і витрати пов'язані з отриманням цієї інформації та самим процесом укладання угоди купівлі-продажу, то виходить, що найвищу

ступінь ефективності ринку в такому розумінні ми досягти ніколи не зможемо. Отже, для оцінки реальної ситуації на ринку необхідне вдосконалення системи показників та критеріїв, що характеризують будь-яку ефективність фінансового ринку.

Існуючі три ступеня ефективності фінансового ринку, а саме низька, середня і висока, повинні бути підтримані інститутами інфраструктури фінансового ринку, насамперед фондовою біржею, її біржовими технологіями, економічним і організаційним механізмом, рівнем інформаційної насиченості і доступністю інформації учасникам ринку, тому при повному і вільному доступі учасників ринку до інформації ціна фондових активів повинна бути достовірною оцінкою їх реальної вартості.

Враховуючи все вищевикладене нами відносно визначення інформаційної ефективності фінансового ринку, ми пропонуємо використовувати принципово інший підхід для визначення ступеня ринкової ефективності, враховуючи при цьому ще більшу роль інфраструктури. Ідея полягає в тому, що замість дослідження динаміки цін на відповідність деякій моделі ціноутворення, необхідно аналізувати дії учасників торгів на відповідність моделі поведінки раціонального інвестора. Таким чином, запропонований нижче алгоритм є непрямим способом заміру ефективності.

Тобто, з позицій сучасної гіпотези ефективного ринку, ціни активів можуть випадково відхилитися в будь-яку сторону від своїх рівноважних значень. Відхилення відображає величину факторів, що впливають на актив, які інвестори ще не в змозі прогнозувати. Насправді, таких факторів, що впливають на ціну, дуже багато. Крім того, вага кожного з «неврахованих» чинників порівняно мала (немає домінуючих), а значить, у відповідності із центральною граничною теоремою величина їх сукупного впливу на ціну активу повинна мати нормальний розподіл. У формальному запису це виглядає наступним чином:

$$X_t = X_e + \varepsilon \quad (5.1)$$

где X_t – ціна активу на біржі в час t ;

X_e – рівноважна ціна;

$\varepsilon \sim N(0; \sigma\varepsilon)$.

Потрібно зазначити, що якщо дана властивість буде виконуватися (тобто маємо ефективний ринок), то для ризик-раціонального інвестора в кожен момент часу повинно мати рівну очікувану корисність як «закриття позиції», так і її збереження до моменту наступного «перегляду портфеля». На користь збереження буде тільки наявність спреду і брокерських витрат, що проявляється в наступному виразі:

$$p = 0,5 - f(\varepsilon; s; D) \quad (5.2)$$

де p – ймовірність закриття позиції за час τ ;

$\varepsilon \sim N(0; X_t - X_e)$;

s – спред;

D – операційні витрати.

Аналізуючи діяльність трейдера, потрібно відмітити, що це свого роду потік подій прийняття інвестиційних рішень. У випадку «раціонального інвестора на ефективному ринку» повинен виходити класичний марківський процес без післядії, тобто минулі рішення ніяк не повинні впливати на прийняття рішень інвестора в майбутньому [93]. У такому випадку час існування відкритої позиції записується наступним геометричним розподілом:

$$P_{(T=t)} = p(1 - p)^{t-1} \quad (5.3)$$

де T – час від відкриття до закриття позиції;

t – дискретний час з кроком τ (день, місяць і т.д.).

Кожен інвестор розробляє для себе стратегію із отриманням певного доходу в майбутньому, а якщо оцінка інвестором справедливої ціни активу розходиться з поточною ринковою, то це змусить його тримати актив (або коротку позицію по ньому) довше, ніж це виходить при біноміальній моделі. Відповідно хвіст у емпіричній щільності розподілу часу володіння спадатиме не експоненціально. Він буде помітно товщим, що буде відображати угоди за активами, які на погляд інвестора були оцінені ринком невірно.

Можна розширити модель і додати в неї можливість здійснення всіх теоретично можливих операцій: часткового закриття, збільшення або повторного відкриття позиції. Однак і в цьому разі прийняття інвестиційних рішень на ефективному ринку не повинні залежати від передісторії. Кількість угод раціонального інвестора за n періодів дискретного часу має підкорятися біноміальному розподілу:

$$P_{(x=m)} = C_n^m p^m (1-p)^{n-m} \quad (5.4)$$

де x – кількість угод інвестора;

n – кількість разів перегляду портфеля.

Відповідно при переході до безперервного часу ($n \rightarrow \infty$) отримуємо для кількості угод за одиницю часу τ розподіл Пуассона:

$$P_{(x=m)} = \frac{\lambda^m e^{-\lambda}}{m!} \quad (5.5)$$

де λ – середня кількість угод за час τ (інтенсивність потоку).

Звідси, час між двома подіями потоку (а це будь-яка операція трейдера – збільшення, зменшення, закриття чи відкриття знову) матиме експоненціальний розподіл:

$$\varphi(T) = \lambda e^{-\lambda \frac{T}{t}} \quad (5.6)$$

де T – час між будь-якою зміною позиції.

Це дає нам підстави стверджувати, що розподіл часу між двома угодами, що здійснюються одна за одною або одночасно у раціональних інвесторів на ефективному ринку має сходитися до показового розподілу.

Відхилення від цієї моделі буде свідчити, що на ринку присутня прогнозованість цінової динаміки і він неефективний. Або учасник діє нераціонально і тим самим робить ринок (нехай і тимчасово) неефективним.

Частку сукупного обсягу торгів, яка припадатиме на трейдерів з експоненціальним розподілом часу між послідовними угодами потрібно використовувати як кількісну міру інформаційної ефективності фінансового ринку [93]. Відповідно 0 % – відсутність ефективності ринку; 100 % – висока (абсолютна) ефективність ринку.

Якщо про теорію ефективності саме фінансового ринку (інформаційної ефективності), то всі дослідження та визначення її форми для певних ринків (різних країн) здійснюються виключно на основі інформації фондового ринку, зокрема фондових індексів. Якщо враховувати, що фінансовий ринок не обмежується фондовим ринком, а існують і валютний та кредитний ринки, то необхідно до уваги брати інформацію і цих ринків.

Важливою задачею даного дослідження є визначення інформаційної ефективності фінансового ринку. Під даним поняттям будемо розуміти комплексний показник, сформований на основі результатів дослідження ефективності окремих його сегментів.

Як ми уже зазначали, в залежності від активів, які є об'єктом купівлі-продажу на фінансовому ринку, як правило, виділяють:

- кредитний ринок;
- валютний ринок;

- фондовий ринок.

Тоді у якості показників, на основі яких буде проведено дослідження ефективності зазначених вище сегментів для кредитного ринку оберемо середньозважену відсоткову ставку міжбанківського ринку, для валютного ринку – середньозважений курс міжбанківського валютного ринку, для фондового ринку – індекс ПФТС.

На першому етапі дослідження перевіримо гіпотезу щодо слабкої форми ефективності окремих сегментів фінансового ринку. Формалізовано дану задачу запишемо наступним чином:

H_0 – окремий сегмент ринку відповідає слабкій формі ефективності.

Тоді альтернативна гіпотеза:

H_1 – окремий сегмент ринку не відповідає слабкій формі ефективності

Дослідження проведемо на основі щоденних даних щодо приросту показників, які характеризують окремі сегменти фінансового ринку, за період з 1 січня 2008 року по 31 грудня 2012 року. Статистичну інформацію було взято із офіційних джерел (веб-сайт Національного банку України, ПАТ «Фондова біржа «ПФТС») та програмного засобу Thompson Reuters Eikon.

Узагальнюючи основні статистичні методи, які зазвичай використовуються при аналізі ефективності ринків, можна виділити дві основні групи.

До першої відносяться методи, що базуються на побудові регресійного рівняння прогнозування ціни інструменту. Якщо рівняння регресії виявляється статистично незначущим, то робиться висновок про ефективність ринку, тобто ціни в кожного наступного дня не залежать від цін попереднього торговельного дня, і їх зміни відбуваються відразу після надходження на ринок нової інформації.

До другої групи можна віднести методи непараметричної статистики, які передбачають аналіз приростів абсолютних величин цін у рядах їх динаміки на наявність або відсутність елемента випадковості.

Для дослідження ефективності окремих сегментів фінансового ринку будемо використовувати методи як першої, так і другої груп з метою підвищення достовірності одержаних результатів.

Із групи методів непараметричної статистики, що застосовуються для перевірки гіпотез про випадковий характер і незалежність елементів вибірки, було обрано критерій серій, що заснований на медіані вибірки та критерій Z . Ці критерії дають можливість з'ясувати, чи утворюють досліджувані елементи випадкову сукупність чи ні.

Для визначення інформаційної ефективності окремих сегментів фінансового ринку за допомогою критерію серій, що заснований на медіані вибірки, сформулюємо нульову та альтернативну гіпотези:

H_0 : елементи вибірки $\Delta P_1, \Delta P_2, \dots, \Delta P_n$ абсолютних приростів ціни фінансового інструменту є стохастично незалежними;

H_1 : елементи вибірки $\Delta P_1, \Delta P_2, \dots, \Delta P_n$ абсолютних приростів ціни фінансового інструменту є стохастично залежними.

Розрахунок критерію здійснимо наступним чином. Нехай маємо вибірку елементів x_1, x_2, \dots, x_n із деякої генеральної сукупності. Розташуємо їх у порядку зростання у деякий варіаційний ряд $x_{(1)}, x_{(2)}, \dots, x_{(n)}$.

Як відомо, у якості вибіркового значення медіани $\mathfrak{E}_{med}(n)$ береться середній (за розташуванням) елемент варіаційного ряду, тобто:

$$\mathfrak{E}_{med}(n) = x_{\left(\frac{n+1}{2}\right)}, \text{ якщо } n \text{ непарне}; \quad (5.7)$$

$$\mathfrak{E}_{med}(n) = \frac{1}{2} \left(x_{\left(\frac{n}{2}\right)} + x_{\left(\frac{n}{2}+1\right)} \right), \text{ якщо } n \text{ парне}. \quad (5.8)$$

Повернувшись до вихідного ряду, утворимо послідовність δ із «+» та «-» за наступним правилом:

$$\delta_i = \begin{cases} +, & \text{якщо } x_t > \mathfrak{E}_{med}(n), t = 1, 2, \dots, n; \\ -, & \text{якщо } x_t < \mathfrak{E}_{med}(n), t = 1, 2, \dots, n. \end{cases} \quad (5.9)$$

Якщо $x_t = \mathfrak{E}_{med}(n)$, то таке значення пропускається.

Одержана у такий спосіб послідовність із плюсів та мінусів характеризується загальною кількістю серій $\nu(n)$ та довжиною найдовшої серії $\tau(n)$. Під серією розуміють послідовність з плюсів або мінусів, що йдуть один за одним. Один плюс або мінус теж вважається серією, довжина якої 1.

Очевидно, що у випадку, якщо спостереження є стохастично незалежними (вибірка випадкова), то чергування плюсів та мінусів у послідовності повинно бути випадковим, тобто ця послідовність не повинна містити занадто довгих серій і загальна кількість серій не повинна бути занадто малою. Таким чином, у даному критерії одночасно розглядають пару критичних статистик $\{\nu(n); \tau(n)\}$. Для того, щоб гіпотеза про випадковість первинного ряду не була відхиленою, повинні виконуватися одразу дві нерівності (для 5%-го рівня значимості):

$$\delta_i = \begin{cases} \tau_{\max}(n) < [3,3(\lg(n) + 1)]; \\ \nu(n) > \left[\frac{1}{2}(n + 1 - 1,96\sqrt{n-1}) \right] \end{cases} \quad (5.10)$$

Квадратні дужки у правих частинах нерівностей означають цілу частину числа. Якщо ж хоча б одна із двох нерівностей порушується, то гіпотеза про стохастичну незалежність елементів первинного ряду відхиляється.

Результати перевірки гіпотези щодо ефективності окремих сегментів фінансового ринку на основі критерію серій, що заснований на медіані вибірки, представлено у таблицях 5.10-5.12.

Як свідчать одержані результати, згідно із обраним критерієм лише у 2010 році кредитний ринок України мав ознаки ефективного ринку у слабкій його формі, у той час як для інших досліджуваних періодів гіпотеза щодо ефективності ринку не підтвердилася.

Щодо ефективності валютного ринку, то на основі одержаних результатів можна зробити висновок, що у 2008, 2009, 2011 та 2012 роках ринок мав слабку форму ефективності, у той час як для 2010 року гіпотеза ефективного ринку не підтвердилася.

Таблиця 5.10 – Результати перевірки гіпотези щодо слабкої форми ефективності кредитного ринку на основі критерію серій, що заснований на медіані вибірки

Параметр	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
n	249	248	249	247	249
$\xi_{med}(n)$	-0,1	0	0	0,1	0
$\tau_{max}(n)$	12	12	7	7	6
$\nu(n)$	107	125	138	106	107
Критичне значення для $\tau_{max}(n)$	11	11	11	11	11
Критичне значення для $\nu(n)$	109	109	109	108	109
Висновок	Між елементами вибірки існує залежність	Між елементами вибірки існує залежність	Елементи вибірки є незалежними між собою	Між елементами вибірки існує залежність	Між елементами вибірки існує залежність

Джерело: власні оцінки

На основі проведених розрахунків можемо зробити висновок, що гіпотеза щодо слабкої форми ефективності фондового ринку не підтвердилася для жодного із проаналізованих періодів.

Таблиця 5.11 – Результати перевірки гіпотези щодо слабкої форми ефективності валютного ринку на основі критерію серій, що заснований на медіані вибірки

Параметр	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
n	251	249	246	247	247

Продовження таблиці 5.11

Параметр	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
$\xi_{med}(n)$	0,00	0,00	-0,04	0,03	0,04
$\tau_{max}(n)$	9	7	13	6	8
$\nu(n)$	120	116	124	140	152
Критичне значення для $\tau_{max}(n)$	11	11	11	11	11
Критичне значення для $\nu(n)$	110	109	108	108	108
Висновок	Елементи вибірки є незалежними між собою	Елементи вибірки є незалежними між собою	Між елементами вибірки існує залежність	Елементи вибірки є незалежними між собою	Елементи вибірки є незалежними між собою

Джерело: власні оцінки

Для підтвердження результатів, одержаних за допомогою критерію серій, що заснований на медіані вибірки, проведемо ще один непараметричний тест на випадковість за допомогою критерію Z , який також дає можливість з'ясувати характер взаємозв'язку між елементами певної вибірки.

Таблиця 5.12 – Результати перевірки гіпотези щодо слабкої форми ефективності фондового ринку на основі критерію серій, що заснований на медіані вибірки

Параметр	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
n	245	247	248	246	244
$\xi_{med}(n)$	-1,32	0,57	1,66	-0,18	-0,82
$\tau_{max}(n)$	12	9	8	8	13
$\nu(n)$	110	105	107	91	79
Критичне значення для $\tau_{max}(n)$	11	11	11	11	11
Критичне значення для $\nu(n)$	107	108	109	108	107
Висновок	Між елементами вибірки існує залежність	Між елементами вибірки існує залежність	Між елементами вибірки існує залежність	Між елементами вибірки існує залежність	Між елементами вибірки існує залежність

Джерело: власні оцінки

Застосування даного критерію передбачає, що вибірка являє собою послідовність із елементів двох типів (у нашому випадку це можуть бути додатні і від'ємні прирости певного показника). Для досить великих вибірок (коли загальна кількість елементів певного типу перевищує 20) розрахунок даного критерію проводиться наступним чином:

$$Z = \frac{R - \left(\frac{2n_1n_2}{n_1 + n_2} + 1 \right)}{\sqrt{\frac{2n_1n_2(2n_1n_2 - n_1 - n_2)}{(n_1 + n_2)^2(n_1 + n_2 + 1)}}}, \quad (5.11)$$

де n_1 – кількість елементів першого типу;

n_2 – кількість елементів другого типу;

R – загальна кількість серій (послідовностей з елементів одного типу).

Розраховані значення даного критерію, взяті по модулю, порівнюються із критичним, яке при рівні значимості $\alpha=0,01$ дорівнює 2,58.

Результати розрахунку критерію Z для окремих сегментів фінансового ринку представлено у таблицях 5.13-5.15.

Таблиця 5.13 – Розрахунок критерію Z для кредитного ринку

Параметр	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
n_1	118	118	118	124	115
n_2	125	116	110	115	124
R	105	127	138	106	107
Z	-2,24	1,18	3,08	-1,86	-1,73
Висновок	Елементи вибірки є незалежними між собою	Елементи вибірки є незалежними між собою	Між елементами вибірки існує залежність	Елементи вибірки є незалежними між собою	Елементи вибірки є незалежними між собою

Джерело: власні оцінки

Як можемо побачити із таблиці 5.13, для чотирьох із п'яти аналізованих періодів одержані значення критерію Z не перевищують за

модулем критичного значення, що вказує на необхідність прийняття гіпотези про випадковий характер появи додатніх і від'ємних приростів середньозважених процентних ставок міжбанківського кредитного ринку. Це суперечить висновкам, зробленим на основі критерію серій, заснованого на медіані вибірки, і свідчить про те, що за виключенням 2010 року протягом аналізованого періоду кредитний ринок України мав слабку форму ефективності.

Таблиця 5.14 – Розрахунок критерію Z для валютного ринку

Параметр	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
n_1	122	118	107	124	128
n_2	104	106	136	115	118
R	121	116	107	106	151
Z	1,04	0,44	-1,80	-1,86	3,48
Висновок	Елементи вибірки є незалежними між собою	Елементи вибірки є незалежними між собою	Елементи вибірки є незалежними між собою	Елементи вибірки є незалежними між собою	Між елементами вибірки існує залежність

Джерело: власні оцінки

Що стосується валютного ринку, то результати розрахунку критерію Z для 2008, 2009 та 2011 років підтверджують висновки щодо його ефективності, одержані за допомогою критерію серій, що заснований на медіані вибірки. У той же час, для 2010 та 2012 даний критерій дає протилежний результат.

Таблиця 5.15 – Розрахунок критерію Z для фондового ринку

Параметр	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
n_1	105	136	142	121	93
n_2	138	111	105	124	150
R	108	103	105	89	66
Z	-1,61	-2,61	-2,18	-4,11	-6,78
Висновок	Елементи вибірки є незалежними між собою	Між елементами вибірки існує залежність	Елементи вибірки є незалежними між собою	Між елементами вибірки існує залежність	Між елементами вибірки існує залежність

Джерело: власні оцінки

Одержані для фондового ринку результати розрахунку критерію Z за виключенням 2008 і 2010 років підтверджують висновки, зроблені на основі

критерію серій, що заснований на медіані вибірки. Отже гіпотеза про слабку форму ефективності фондового ринку має бути відхиленою для 2009, 2011 і 2012 років, у той час як для 2008 і 2009 років необхідно проводити додаткові дослідження.

Неоднозначність висновків, зроблених на основі двох попередніх критеріїв, вимагає проведення подальших досліджень та знаходження додаткових підтверджень для обрання однієї із альтернатив.

Таким чином, наступним етапом даного дослідження буде перевірка гіпотези про ефективність окремих сегментів фінансового ринку за допомогою моделей авторегресії.

Оскільки слабка форма ефективності ринку передбачає, що поточні ціни активів повністю відображають усю ринкову інформацію щодо операцій з ними у минулому (історичні дані), то тестування гіпотези про ефективність окремих сегментів фінансового ринку відносно інформації може бути зведене до перевірки гіпотез про статистичну значущість коефіцієнтів авторегресійних рівнянь, що описують взаємозв'язки між поточною доходністю фінансового активу та інформацією щодо його минулих доходностей.

Якщо у якості доходностей розглядати щоденні значення приростів показників, що характеризують окремі сегменти фінансового ринку, а також їх попередні значення із запізненнями з 1-го по 10-й лаги, то у загальному вигляді авторегресійна модель, що описує залежність поточних приростів цін фінансового активу від їх попередніх значень, може бути представлена наступним чином:

$$p_t = a_0 + a_1 p_{t-1} + a_2 p_{t-2} + \dots + a_n p_{t-n} + \varepsilon_t, \quad n=1,2,\dots,10, \quad (5.12)$$

де p_t – щоденні прирости значення ціни фінансового активу;

ε_t – випадкова складова моделі.

Аналіз значущості рівняння авторегресії та його окремих коефіцієнтів дає можливість з'ясувати, чи існує лінійна залежність між поточними значеннями приростів відповідного показника та їх попередніми значеннями.

Оцінку параметрів авторегресійних моделей для кожного з сегментів фінансового ринку проведемо за допомогою програмного пакету EViews. У якості найбільш важливих показників, які будемо використовувати для відхилення або прийняття гіпотези щодо ефективності окремих сегментів фінансового ринку, оберемо статистику p , критерій Фішера та критерій Дарбіна-Уотсона.

Результати розрахунків відповідних показників для кредитного ринку представлені у додатку У (таблиця У.1).

Аналізуючи значимість окремих коефіцієнтів авторегресійних рівнянь, побудованих на даних 2012 року, можемо зробити висновок, що для усіх без виключення моделей значимими є коефіцієнти при лагових змінних першого та другого порядків, що вказує на істотність впливу інформації про попередні зміни ціни фінансового активу на її поточну зміну (відповідні значення p -value не перевищують довірчу імовірність у 5 %). Крім того, для побудованих моделей розраховані значення критерію Фішера є більшими за табличні, що свідчить про статистичну значущість розроблених рівнянь. Близькість статистики Дарбіна-Уотсона до 2 вказує на відсутність авторегресійних процесів першого порядку у залишках моделей і підтверджує їх адекватність.

В цілому такі результати підтверджують висновок, зроблений на основі критерію серій, що заснований на медіані вибірки, тож для 2012 року гіпотеза про слабку форму ефективності кредитного ринку має бути відхилена.

Як можна побачити із результатів моделювання, для 2011 року лагові змінні із першої по третю виявилися значимими у більшості рівнянь. Аналіз авторегресійних моделей більш високих порядків свідчить про те, що взаємозв'язки між поточними і попередніми даними зберігаються також на 5-ому та 6-ому лагах. В цілому, усі без виключення моделі є статистично

значимими, що вказує на високу ступінь обумовленості поточної ситуації на ринку його переднім станом. Як наслідок, можемо про неефективність кредитного ринку України у 2011 році. Цей висновок є підтвердженням результатів, що одержані за допомогою критерію серій, що заснований на медіані вибірки. Аналогічним чином було проведено аналіз моделей, побудованих для 2008-2010 років. Було виявлено, що гіпотеза ефективного ринку може бути прийнятою лише для 2008 року, у той час як для інших періодів вона має бути відхилена.

Щоб прийняти остаточне рішення щодо ефективності кредитного ринку України, висновки, що одержані за допомогою різних методів, було представлено у вигляді таблиці (табл. 5.16).

Проаналізувавши результати, одержані за допомогою трьох різних методів, ми прийшли до висновку, що для усіх, крім 2008 року, періодів гіпотеза ефективного ринку має бути відхилена.

Результати тестування гіпотези про ефективність валютного ринку за допомогою регресійних моделей представлені в додатку У (таблиця У.2).

Таблиця 5.16 – Узагальнені результати перевірки гіпотези щодо ефективності кредитного ринку України на основі різних методів

Метод дослідження	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
Критерій серій	В	В	П	В	В
Критерій Z	П	П	В	П	П
Авторегресійний аналіз	П	В	В	В	В
Висновок на основі трьох методів	П	В	В	В	В

П – Гіпотеза про ефективність приймається; В – Гіпотеза про ефективність відхиляється

Джерело: власні оцінки

Як можна побачити, моделі, побудовані для 2008 і 2009, із різною кількістю лагових змінних виявилися статистично незначущими, на що вказують низькі значення критерію Фішера, які в більшості випадків не перевищують табличні. На основі показника p-value також було зроблено висновок про незначущість окремих коефіцієнтів авторегресійних рівнянь.

Усе це дає підстави вважати, що протягом зазначених періодів між поточними та попередніми приростами середньозваженого курсу міжбанківського ринку статистично значимих зв'язків не спостерігалось. Враховуючи це, можна зробити висновок, що згідно з обраним підходом протягом 2008-2009 років валютний ринок України можна вважати ефективним.

Проте вже з 2010 року на ринку відбуваються суттєві зміни, що відобразилися і в результатах моделювання. Для даного періоду авторегресійні рівняння із різною кількістю лагових змінних виявилися статистично значимими. Крім того, також починає зростати загальна кількість значимих лагових змінних, що вказує на те, що в даний період ринок набуває властивості досить довго «пам'ятати» свої попередні стани.

Враховуючи усе вищесказане, можемо зробити висновок, що починаючи із 2010 року валютний ринок України не можна назвати ефективним навіть у слабкій формі.

Щоб прийняти остаточне рішення щодо ефективності валютного ринку за період з 2008 по 2012 роки, результати, одержані за допомогою трьох різних підходів, було представлено у вигляді таблиці 5.17.

Таблиця 5.17 – Узагальнені результати перевірки гіпотези щодо ефективності валютного ринку України на основі різних методів

Метод дослідження	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
Критерій серій	П	П	В	П	П
Критерій Z	П	П	П	П	В
Авторегресійний аналіз	П	П	В	В	В
Висновок на основі трьох методів	П	П	В	П	В

Джерело: власні оцінки

Як видно із таблиці, для 2008 і 2009 років усі три методи підтвердили гіпотезу слабкої форми ефективності валютного ринку, у той час як для інших періодів результати виявилися доволі суперечливим. Для 2010 і 2012 років на основі авторегресійного аналізу та критерію Z було прийнято рішення

про необхідність відхилення гіпотези ефективного ринку, у той час як для 2011 року гіпотеза була прийнята згідно із Z-критерієм та критерієм серій.

Результати тестування гіпотези про ефективність фондового ринку за допомогою авторегресійних моделей представлені у додатку У (таблиця У.3).

Проведені розрахунки дають підстави вважати, що починаючи із 2009 року можна про статистичну значимість моделей, що описують взаємозв'язки поточних і попередніх приростів фондового індексу, у той же час у більшості випадків суттєвий вплив чинять лише попередні значення приростів. Враховуючи це, нами було зроблено висновок, що починаючи із 2009 року гіпотеза ефективного ринку має бути відхилена. Доволі неоднозначні результати було одержано для 2008 року: зі збільшенням кількості лагових змінних авторегресійні рівняння втрачають свою статистичну значимість. Це вказує на те, що протягом даного періоду фондовий ринок України можна вважати ефективним у слабкій формі.

Враховуючи попередні висновки та висновки, зроблені на основі двох інших підходів, нами було прийнято рішення, що протягом 2008 року фондовий ринок України відповідав поняттю ефективного ринку у слабкій формі, у той час як для інших періодів гіпотеза ефективності ринку має бути відхиленою (таблиця 5.18).

Таблиця 5.18 – Узагальнені результати перевірки гіпотези щодо ефективності фондового ринку України на основі різних методів

Метод дослідження	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
Критерій серій	В	В	В	В	В
Критерій Z	П	В	П	В	В
Авторегресійний аналіз	П	В	В	В	В
Висновок на основі трьох методів	П	В	В	В	В

Джерело: власні оцінки

Щоб одержати загальне уявлення щодо ефективності фінансового ринку України в цілому, результати перевірки даної гіпотези для його окремих сегментів було представлено у вигляді таблиці 5.19.

Таблиця 5.19 – Узагальнені результати перевірки гіпотези ефективності фінансового ринку та його сегментів

Сегмент	Рік				
	2008	2009	2010	2011	2012
Кредитний ринок	П	В	В	В	В
Валютний ринок	П	П	В	П	В
Фондовий ринок	П	В	В	В	В
Фінансовий ринок	П	В	В	В	В

Джерело: власні оцінки

Як бачимо із таблиці 5.19, у більшості випадків, спостерігається ситуація, коли усі сегменти фінансового ринку в однаковій мірі відповідають ознакам ефективного або неефективного ринку. Так, для 2008 року характерною є ефективність кожного із сегментів, а для 2010 і 2012 усі сегменти можна вважати неефективними. У той же час для 2009 і 2011 років однозначних висновків зробити не можна, однак враховуючи те, що гіпотеза ефективного ринку була підтверджена лише для одного із сегментів, на нашу думку, це може бути підставою вважати, що в зазначений період фінансовий ринок не був ефективним.

Звичайно, що на інформаційну ефективність фінансового ринку не могла не вплинути світова фінансова криза, адже досить часто операції, що здійснювалися на ринку та наявність інформації не співвідносилися один з одним. Причиною цьому були і змови серед торговців цінними паперами, і невідповідність курсу іноземних валют кон'юнктурі ринку, і паніка серед населення на кредитному (депозитному) ринку.

5.4. Науково-методичний підхід щодо визначення інфраструктурної ефективності фінансового ринку

Ефективне функціонування фінансового ринку неможливе без розгалуженої і ефективною його інфраструктури. Це важливий фактор при

виборі ринку не тільки для здійснення інвестицій, а також і здійснення окремих видів або напрямів діяльності, які можуть розвиватися в конкретних країнах.

Існуюче уявлення інвесторів про вітчизняний фінансовий ринок, як про слаборозвинений ринок і, як наслідок цього, периферійний, вимагає переоцінки і перегляду його з точки зору динамічного розвитку вітчизняної економіки в останні роки. Таку периферійність українського фінансового ринку можна розуміти з різних точок зору, як в плані віддаленості від ідеального стану ринку, ефективного в інформаційному відношенні, що є специфічним фінансовим еквівалентом ринку досконалої конкуренції, так і в плані віддаленості від провідних світових ринків. Всю відсталість фінансового ринку в розвитку досить часто нівелює його інфраструктура. В п. 5.2 нашої роботи ми досліджували співвідношення таких понять як «інфраструктурна ефективність фінансового ринку» та «розвинутість інфраструктури». Потрібно ще раз зазначити, що саме інфраструктурна ефективність фінансового ринку залежить від розвиненості інфраструктури.

При цьому функціонування вітчизняних інфраструктурних інститутів, які надають послуги на фінансовому ринку, в силу ряду їх специфічних особливостей (монополія на надані послуги, слабка адаптивність і динамічність, інколи сувора регламентація діяльності, опосередкована оцінка споживачем ефективності надання ними послуг) недостатньо ефективне. Це не дозволяє повною мірою задовольняти потребу учасників ринку в існуючих послугах і перешкоджає нормальному здійсненню та розвитку фінансового ринку та національної економіки в цілому.

Домогтися відповідності якості та обсягу фінансових послуг потребам ринку можливо за допомогою інструментарію, що дозволяє управляти ефективністю їх надання. До числа найважливіших інструментаріїв управління відносяться методи оцінки ефективності, за допомогою яких повинні оцінюватися не тільки результати діяльності, що забезпечують власний розвиток інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку, а, в першу

чергу, результати, які визначають створення умов для здійснення фінансової, інвестиційної діяльності.

У той же час в існуючих підходах до оцінки ефективності фінансового ринку проблема встановлення взаємозв'язку між інфраструктурною ефективністю та розвинутістю ринку не вирішена.

Удосконалення підходів до оцінки інфраструктурної ефективності, розглянутої в якості найважливішого чинника, що впливає на розвиток інфраструктури фінансового ринку, є актуальним для розвитку самого ринку.

Взагалі то, в загальноприйнятих підходах, оцінка ефективності фінансового ринку здійснюється на основі:

- рівня доходу на інвестований капітал з урахуванням характеру залежності: чим вище ризик вкладень, тим вище ціна фінансових активів і вище прибутковість;

- вірогідності отримання доходу на інвестований капітал при заданому ступеню ризику.

Але в даному випадку мова йде про так звану «економічну ефективність», тобто ефективність здійснених вкладень. Звичайно, що вирішальну роль в цьому відіграє саме інфраструктура.

Крім того, ефективність ринку базується на виконанні ряду умов і теорія фінансів передбачає чимало підходів, які використовують різні кількісні та якісні параметри.

Інвестор може оцінити ефективність ринку, керуючись простими критеріями:

- множинність покупців і продавців (тобто ліквідність ринку). Навряд чи доцільно інвестувати у сектор, де є ризики або неможливо продати актив. В той же час, саме через відсутність значної пропозиції капіталу емітенти не можуть залучити кошти для власних потреб;

- відсутність умов, що перешкоджають здійсненню операцій;

- наявність рівноправності та зручності (для всіх суб'єктів ринку одночасно і без будь-яких витрат) доступу до інформації про ринок, учасників ринку та фінансові активи;

- існування зв'язку між розвитком економіки та динамікою фондових індексів і ринкової ціни емітованих підприємствами фінансових інструментів. Якщо такий зв'язок присутній, то його можна використовувати для оцінки і прогнозування ефективності інвестицій, що викликатиме інтерес в інвестора;

- обсяг надійних фінансових інструментів для формування диверсифікованого портфеля. Якщо їх недостатньо, ефективне ведення портфельного інвестування видається складним;

- рівень технологічного розвитку ринку. Відсутність ефективних комунікацій між учасниками ринку, докладного обліку, збереження інформації щодо клієнтських операцій та надійних розрахунково-клірингових систем призводить до організаційних, технологічних і фінансових ризиків для інвесторів;

- ступінь інтеграції з більш розвиненими ринками капіталу. Якщо ринок має значні нормативні, інфраструктурні та технологічні особливості, це ускладнює його об'єднання з іншими ринками, зменшує авторитет національного ринку та негативно позначається на залученні іноземних інвесторів та вкладників;

- привабливість податкового та регуляторного режимів для стимулювання внутрішніх та зовнішніх інвестицій. Якщо процедури репатріації капіталу складні, а податки високі, інвестори оберуть країну з привабливішим інвестиційним кліматом;

- якість державного або ринкового регулювання. Якщо інвестори не захищені від недобросовісних дій учасників ринку, потоки капіталу зменшуються.

Окремим показником зрілості фінансового ринку та його інфраструктури є участь на ньому населення. Саме гроші фізичних осіб

компенсують перепади в інвестуванні з боку міжнародних інвесторів і створюють сприятливий психологічний настрій в країні [5].

Визначаючи інфраструктурну ефективність фінансового ринку необхідно досить зважено підійти до вибору показників, що її характеризують та будуть мати вагомий вплив на отримані результати.

Враховуючи всю широту та багатоаспектність діяльності інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку, нашим завдання є створення певної системи показників та критеріїв, які будуть повністю характеризувати розвинутість інфраструктури, і одночасно інфраструктурну ефективність даного ринку.

Кожен із існуючих елементів інфраструктури характеризується певними показниками. Для прикладу наведемо систему існуючих показників та критеріїв оцінки діяльності фондової біржі (табл. 5.20). Адже, біржовий ринок є одним з найбільш статистично ємних, так як статистична інформація необхідна не тільки для оцінки результатів діяльності ринку, але і безпосередньо учасникам ринку. Хто має в своєму розпорядженні більш повну інформацію про біржову діяльність – той правильно оцінює ситуацію, що склалася і приймає адекватні рішення.

Таблиця 5.20 – Показники оцінки фондової біржі та біржової діяльності

Показники оцінки фондової біржі		
як господарюючого суб'єкта	як організатора торгівлі	як учасника процесу відтворення
<ul style="list-style-type: none"> - обсяг наданих послуг; - кількість укладених угод; - дохід від біржової діяльності; - витрати на біржову діяльність; - чисельність працівників; - заробітна плата персоналу; - трудомісткість біржових операцій; - величина і якість активів і пасивів; - ефективність використання фондів; - величина власних коштів біржі 	<ul style="list-style-type: none"> - кількість фінансових інструментів, представлених до торгів; - кількість продавців і покупців; - надійність торгової системи; - якість обслуговування та оформлення біржових операцій; - ступінь доступу до торгів; - прозорість і гласність здійснюваних операцій; - достовірність біржової інформації; - ступінь захищеності від зловживань на ринку цінних паперів; - вартість біржової операції 	<ul style="list-style-type: none"> - рівень розвитку форм власності на засоби виробництва; - потреба в фондовій біржі як функція розвитку виробництва, виробничих відносин і поділу праці; - рівень капіталізації ринку цінних паперів; - частка ВВП, що сформована учасниками фондового ринку; - приріст ВВП в результаті здійснених операцій на фондовому ринку

Джерело: узагальнено на основі [340]

Як ми бачимо показники оцінки фондової біржі та біржової діяльності можна розділити на декілька груп, які будуть характеризувати біржу як господарюючого суб'єкта, як організатора торгівлі та як учасника процесу відтворення.

Крім того, фондова біржа має ряд критеріїв оцінки своєї діяльності, за якими вона оцінюється різними суб'єктами ринку (додаток Ф). Частина таких критеріїв повторює або впливає із вищенаведених показників оцінки фондової біржі та біржової діяльності.

Отже, основними об'єктами статистичного вивчення біржового ринку є біржові угоди, укладені на ньому, а предметом – цінові та об'ємні характеристики цих операцій. Інформація про біржові угоди є сукупністю моментних показників, на підставі яких розраховуються агреговані дані за період: місяць, квартал, півроку, рік.

Всю систему показників статистики фондових бірж, які наведено в додатку Ф можна поділити на наступні групи:

- показники цін біржових угод;
- показники обсягів біржових торгів;
- показники якості фондового біржового ринку;
- показники фондових бірж як організацій, що здійснюють господарську діяльність.

Таким чином, для визначення інфраструктурної ефективності фінансового ринку необхідно також сформулювати систему показників об'єднаних у визначені групи за певними критеріями. Таку ефективність буде характеризувати запропонований нами до розрахунку індекс розвинутої інфраструктури фінансового ринку (ІРІФР), економічна сутність якого буде полягати із нижченаведених постулатів.

Оскільки інтереси різних суб'єктів фінансового ринку відрізняються один від одного, розраховувати ІРІФР потрібно з позиції інтересів інвесторів (як інституційних, так і приватних). Адже, в більшості випадків

інформативність даного індексу буде направлена на задоволення інтересів саме інвесторів.

Для інтегральної оцінки розвиненості інфраструктури фінансового ринку застосуємо метод аналізу ієрархій. Спочатку визначимо множину показників (F_{ij}), які б всебічно характеризували досліджуване поняття та розподілимо їх на групи (G_i). Далі шляхом попарного порівняння показників у групах та окремих груп між собою на основі їх відносної важливості визначимо вагові коефіцієнти, які застосуємо для розрахунку інтегрального індексу розвиненості інфраструктури фінансового ринку.

Алгоритм розрахунку включає наступні кроки.

Крок 1. Обрання показників та розподіл їх на групи.

У якості вхідних даних оберемо показники, що характеризують розвиненість інфраструктури фондового ринку. Обрані показники розподілимо на 3 групи:

1 блок – структурні показники (G_1):

- частка організованого ринку в грошовому еквіваленті [у відсотках] (F_{11});
- кількість інфраструктурних суб'єктів [штук] (F_{12});
- наявність розвинутої системи обслуговування та оформлення біржових операцій (максимальна кількість інфраструктурних суб'єктів, задіяних у виконанні угоди) (середнє за обраним національним фінансовим ринком) [осіб] (F_{13});
- наявність Центрального депозитарію (F_{14});
- наявність об'єднаної біржової системи (F_{15});

2 блок – показники ринкової кон'юнктури (G_2):

- кількість випусків (середнє за обраним національним фінансовим ринком) фінансових інструментів, представлених до торгів [штук] (F_{21});
- обсяг виконаних угод (сума) [в національній валюті] (F_{22});
- кількість (середнє за обраним національним фінансовим ринком) рахунків власників цінних паперів [млн. штук] (F_{23});

- кількість (середнє за обраним національним фінансовим ринком) облікових операцій на ринку [штук] (F_{24});
 - вартість (середня по вибраному національному фінансовому ринку) укладення угоди (при угоді в 1 млн. грн.) [в національній валюті] (F_{25});
- 3 блок – показники якості функціонування інфраструктури ринку (G_3):
- термін (середнє за обраним національним фінансовим ринком) укладення біржової угоди [в годинах] (F_{31});
 - жорсткість державного регулювання (F_{32});
 - прозорість біржових операцій (F_{33});
 - цінність інформації (репрезентативність, актуальність, своєчасність, достатність) або інформаційна забезпеченість інфраструктури (F_{34});
 - рівень довіри до інфраструктури (F_{35});
 - кількість виявлених порушень в діяльності інфраструктурних суб'єктів [штук] (F_{36});
 - виконання фінансовими посередниками функцій інфраструктурних суб'єктів (F_{37}).

Крок 2. Нормалізація вхідних даних.

Оскільки більшість показників представлені у різних одиницях вимірювання і є неспівставними між собою, проведемо їх нормалізацію за наступними формулами:

- для показників-стимуляторів використаємо метод природної нормалізації:

$$f_{ij} = \frac{F_{ij} - F_{ij \min}}{F_{ij \max} - F_{ij \min}} \quad (5.12)$$

де f_{ij} – нормалізоване значення j -го показника i -го блоку;

F_{ij} – значення j -го показника i -го блоку;

$F_{ij \max}$ – максимальне значення j -го показника i -го блоку;

$F_{ij \min}$ – мінімальне значення j -го показника i -го блоку;

- для показників-дестимуляторів використаємо метод нормалізації Севіджа:

$$f_{ij} = \frac{F_{ij \max} - F_{ij}}{F_{ij \max} - F_{ij \min}} \quad (5.14)$$

Одержані у обох випадках нормалізовані значення f_{ij} будуть знаходитися у діапазоні $[0; 1]$.

Визначимо показники, які потребують нормалізації (табл. 5.21).

Таблиця 5.21 – Розподіл показників, що потребують нормалізації, на стимулятори і дестимулятори

Показники-стимулятори	Показники-дестимулятори
Кількість інфраструктурних суб'єктів (F_{12})	Кількість інфраструктурних суб'єктів, задіяних у виконанні угоди (F_{13})
Кількість випусків фінансових інструментів, представлених до торгів (F_{21})	Вартість укладення угоди (F_{25})
Обсяг виконаних угод (F_{22})	Термін укладення біржової угоди (F_{31})
Кількість рахунків власників цінних паперів (F_{23})	Кількість виявлених порушень в діяльності інфраструктурних суб'єктів (F_{36})
Кількість облікових операцій на ринку (F_{24})	

Джерело: сформовано автором

Проведемо нормалізацію виділених показників згідно з формулами (5.13) або (5.14).

Щодо решти показників, які не мають розмірності або ж виражені у відсотках, то при подальших розрахунках будемо використовувати їх фактичні значення. Тому для них маємо:

$$f_{ij} = F_{ij}. \quad (5.15)$$

Результати даного кроку представлено в додатку Х.

Крок 3. Формування матриці попарних порівнянь і визначення вагомості окремих показників та їх груп.

Спочатку проведемо оцінку вагових коефіцієнтів для кожної із груп показників за допомогою методу попарних порівнянь. Для цього задамо шкалу відносної важливості окремих груп по відношенню до загальної мети (табл. 5.22).

Таблиця 5.22 – Шкала відносної важливості

Відносна важливість	Визначення
1	Групи є рівноважливими
3	Помірна перевага однієї групи над іншою
5	Суттєва або сильна перевага
7	Значна перевага
9	Дуже сильна перевага
2, 4, 6, 8	Проміжні значення між двома сусідніми варіантами
Обернені величини	Якщо при порівнянні груп А і Б було одержано одне із вищезазначених чисел x , то при порівнянні Б і А має бути одержана обернена величина $1/x$

Джерело: сформовано автором

Сформуємо матрицю G розмірності $m \times m$ (де m відповідає кількості виділених груп), яка агрегує думки експертів відносно взаємної пріоритетності окремих груп (табл. 5.23).

Таблиця 5.23 – Матриця G попарних порівнянь окремих груп показників

	Структурні показники (G_1)	Показники ринкової кон'юнктури (G_2)	Показники якості функціонування ринку (G_3)
Структурні показники (G_1)	1	8	2
Показники ринкової кон'юнктури (G_2)	1/8	1	1/5
Показники якості функціонування ринку (G_3)	1/2	5	1

Джерело: власні оцінки

Тоді для визначення вагових коефіцієнтів необхідно вирішити задачу обчислення власних значень вигляду:

$$(G - \lambda E) \times W = 0 \quad (5.16)$$

де W – власний вектор,

λ – власне значення матриці G ;

E – одинична матриця розмірності $m \times m$.

Усі обчислення проведемо за допомогою програмного засобу MathCAD.

Так, було одержано, що максимальне власне значення матриці G $\lambda_{\max} = 3,006$, а відповідний власний вектор $W = (0,876; 0,102; 0,472)$.

Оскільки для зручності подальших розрахунків доцільно, щоб загальна сума вагових коефіцієнтів усіх виділених груп дорівнювала 1, проведемо нормування значень власного вектора

$$w_i = \frac{W_i}{\sum_i W_i} \quad (5.17)$$

де w_i – значення вагового коефіцієнта для i -ої групи.

Таким чином, одержимо наступні значення вагових коефіцієнтів:

- для структурних показників $w_1=0,604$;
- для кон'юнктурних показників $w_2=0,070$;
- для показників якості функціонування ринку $w_3=0,326$.

Аналогічно побудуємо матриці попарних порівнянь для показників, що входять до складу кожної із виділених груп. Для групи G_1 , що містить показники структури, матриця попарних порівнянь виглядатиме наступним чином (табл. 5.24).

Розрахуємо максимальне власне значення та власний вектор матриці G_1 . $\lambda_{\max} = 5,092$, а відповідний власний вектор $W = (0,719; 0,629; 0,261; 0,104; 0,092)$.

Позначимо вагові коефіцієнти кожного показника, що входить до складу групи, як α_{lj} . Для їх розрахунку скористаємося формулою (5.17).

В результаті одержимо наступні значення вагових коефіцієнтів:

$$\alpha_{11}=0,398, \alpha_{12}=0,349, \alpha_{13}=0,145, \alpha_{14}=0,058, \alpha_{15}=0,051.$$

Таблиця 5.24 – Матриця $G1$ попарних порівнянь структурних показників

	Частка організованого ринку в грошовому еквіваленті (F_{11})	Кількість інфраструктурних суб'єктів (F_{12})	Наявність розвинутої системи обслуговування та оформлення біржових операцій (F_{13})	Наявність Центрального депозитарію (F_{14})	Наявність єдиної біржової системи (F_{15})
Частка організованого ринку в грошовому еквіваленті (F_{11})	1	1	4	6	7
Кількість інфраструктурних суб'єктів (F_{12})	1	1	3	5	6
Наявність розвинутої системи обслуговування та оформлення біржових операцій (F_{13})	1/4	1/3	1	3	4
Наявність Центрального депозитарію (F_{14})	1/6	1/5	1/3	1	1
Наявність єдиної біржової системи (F_{15})	1/7	1/6	1/4	1	1

Джерело: власні оцінки

Сформуємо матрицю $G2$ попарних порівнянь показників другої групи (табл. 5.25).

Таблиця 5.25 – Матриця $G2$ попарних порівнянь показників ринкової кон'юнктури

	Кількість випусків фінансових інструментів, представлених до торгів (F_{21})	Обсяг виконаних угод (F_{22})	Кількість рахунків власників цінних паперів (F_{23})	Кількість облікових операцій на ринку (F_{24})	Вартість укладення угоди (F_{25})
Кількість випусків фінансових інструментів, представлених до торгів (F_{21})	1	3	5	6	1/3
Обсяг виконаних угод (F_{22})	1/3	1	4	5	1/5
Кількість рахунків власників цінних паперів (F_{23})	1/5	1/4	1	2	1/6
Кількість облікових операцій на ринку (F_{24})	1/6	1/5	1/2	1	1/7
Вартість укладення угоди (F_{25})	3	5	6	7	1

Джерело: власні оцінки

Визначимо максимальне власне значення та власний вектор матриці $G2$. Маємо, що $\lambda_{\max} = 5,307$, а відповідний власний вектор $W = (0,449; 0,247; 0,100; 0,069; 0,850)$.

Позначимо вагові коефіцієнти кожного показника, що входить до складу групи, як α_{2j} . Їх розрахунок виконаємо за формулою (5.17).

В результаті одержимо наступні значення вагових коефіцієнтів:

$$\alpha_{21}=0,262, \alpha_{22}=0,144, \alpha_{23}=0,058, \alpha_{24}=0,040, \alpha_{25}=0,496.$$

Побудуємо матрицю $G3$ попарних порівнянь для показників якості функціонування ринкової інфраструктури (табл. 5.26).

Визначимо максимальне власне значення та власний вектор матриці $G3$. Маємо, що $\lambda_{\max} = 7,438$, а відповідний власний вектор $W = (0,776; 0,092; 0,160; 0,522; 0,286; 0,088; 0,045)$.

Позначимо вагові коефіцієнти кожного показника, що входить до складу відповідної групи, як α_{3j} і розрахуємо за формулою (5.16).

В результаті одержимо наступні значення вагових коефіцієнтів:

$$\alpha_{31}=0,394, \alpha_{32}=0,047, \alpha_{33}=0,081, \alpha_{34}=0,265, \alpha_{35}=0,145, \alpha_{36}=0,045, \alpha_{37}=0,023.$$

Таблиця 5.26 – Матриця $G3$ попарних порівнянь показників якості функціонування ринкової інфраструктури

	Термін укладення біржової угоди (F_{31})	Жорсткість державного регулювання (F_{32})	Прозорість біржових операцій (F_{33})	Цінність інформації або інформаційна забезпеченість інфраструктури (F_{34})	Рівень довіри до інфраструктури (F_{35})	Кількість виявлених порушень в діяльності інфраструктурних суб'єктів (F_{36})	Виконання фінансовими посередниками функцій інфраструктурних суб'єктів (F_{37})
Термін укладення біржової угоди (F_{31})	1	6	5	3	4	6	9
Жорсткість державного регулювання (F_{32})	1/6	1	1/2	1/6	1/4	1	3
Прозорість біржових операцій (F_{33})	1/5	2	1	1/5	1/3	3	5
Цінність інформації або інформаційна забезпеченість інфраструктури (F_{34})	1/3	6	5	1	3	6	8
Рівень довіри до інфраструктури (F_{35})	1/4	4	3	1/3	1	4	6
Кількість виявлених порушень в діяльності інфраструктурних суб'єктів (F_{36})	1/6	1	1/3	1/6	1/4	1	3
Виконання фінансовими посередниками функцій інфраструктурних суб'єктів (F_{37})	1/9	1/3	1/5	1/8	1/6	1/3	1

Джерело: власні оцінки

Крок 4. Оцінка однорідності суджень експертів.

Необхідність даного кроку обумовлена тим, що кількісна (кардинальна) та транзитивна (порядкова) однорідність може бути порушена, у зв'язку із виникненням неузгодженості у виражених експертом судженнях.

Однорідність суджень оцінюється індексом однорідності (IO) чи відношення однорідності (BO) відповідно до виразів:

$$IO = (\lambda_{\max} - h)/(h - 1), \quad (5.18)$$

$$BO = IO/M(IO), \quad (5.19)$$

де h – кількість альтернатив, що порівнюються;

$M(IO)$ – середнє значення (математичне сподівання) індексу однорідності випадковим чином складеної матриці парних порівнянь.

Оскільки у нашому випадку порівнювалися три групи показників, для $h=3$ експериментально знайдено, що $M(IO)=0,58$.

Тоді маємо:

$$IO = (3,006 - 3)/(3 - 1) = 0,003,$$

$$BO = 0,003/0,58 = 0,005$$

Аналогічним чином розрахуємо відношення однорідності для матриць попарних порівнянь показників всередині груп.

Для структурних показників маємо, що $h=5$, $M(IO)=1,12$, тоді:

$$IO = (5,092 - 5)/(5 - 1) = 0,023,$$

$$BO = 0,023/1,12 = 0,020$$

Для показників ринкової кон'юнктури маємо, що $h=5$, $M(IO)=1,12$, тоді:

$$IO = (5,307 - 5)/(5 - 1) = 0,077,$$

$$BO = 0,077/1,12 = 0,069$$

Для показників якості функціонування ринку маємо, що $h=7$, $M(IO)=1,32$, тоді:

$$IO = (7,438 - 7)/(7 - 1) = 0,073,$$

$$BO = 0,073/1,32 = 0,055$$

Якщо для матриці парних порівнянь відношення однорідності $BO > 0,1$, то це свідчить про наявність суттєвих порушень логічності суджень, допущених експертом при заповненні матриці, і необхідність перегляду даних, що використовувалися для побудови матриці, з метою покращення її однорідності.

Як бачимо, відношення однорідності знаходиться в допустимих межах для усіх чотирьох матриць ($BO \leq 0,1$), тому перейдемо до наступного кроку.

Крок 5. Побудова індексу розвинутості інфраструктури фінансового ринку.

Розрахунок інтегрального індексу розвинутості інфраструктури фінансового ринку проведемо за допомогою наступної формули:

$$IPIFP = w_1 \cdot \sum_{j=1}^{k1} \alpha_{1j} \cdot f_{1j} + w_2 \cdot \sum_{j=1}^{k2} \alpha_{2j} \cdot f_{2j} + w_3 \cdot \sum_{j=1}^{k3} \alpha_{3j} \cdot f_{3j}, \quad (5.20)$$

де $k1, k2, k3$ – кількість показників, що входить до кожної із виділених груп;

Одержані значення індексу знаходяться в межах $[0; 1]$, причому більшому значенню індексу відповідає більш високий рівень розвиненості ринкової інфраструктури.

За допомогою якісної оцінки можемо провести ранжування одержаних значень інтегрального індексу розвиненості інфраструктури ринку наступним чином:

- $[0;0,25]$ – відповідає досить низькому рівню розвитку інфраструктури;
- $(0,25;0,5]$ – відповідає низькому рівню розвиненості інфраструктури;
- $(0,5;0,75]$ – відповідає середньому (нормальному) рівню розвиненості інфраструктури;
- $(0,75;1]$ – відповідає високому рівню розвитку інфраструктури.

Динаміка розрахованого індексу розвинутості інфраструктури фінансового ринку за період з 2007 по 2012 рік представлена на рисунку 5.7.

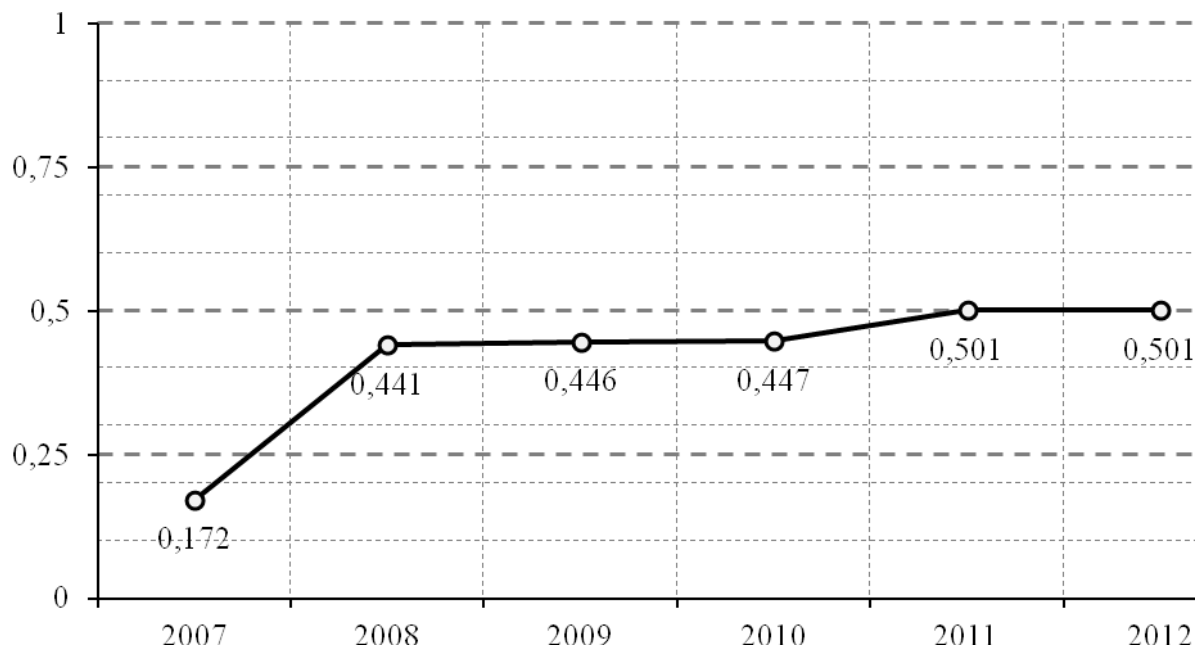


Рисунок 5.7 – Динаміка індексу розвинутості інфраструктури фінансового ринку (складено автором)

Отже, як ми бачимо з рисунку 5.7, згідно розрахунку запропонованого нами індексу, що ІРІФР із року в рік має тенденцію до зростання. Це, насамперед, пояснюється із існуючими покращеннями в розрізі інфраструктури фінансового ринку.

Розрахункова частина індикаторів для інших країн може бути виконана на підставі статистичних даних міжнародних організацій, а також результатів експертного опитування, проведеного в країнах, що стали об'єктами дослідження. У підсумковому звіті показники можуть зводитися в єдиний Infrastructure Index. Звичайно, що запропонований індекс необхідно порівнювати із попередніми значеннями та індексами інших ринків, регіонів і т.д. При визначенні місця в глобальному рейтингу всі країни ранжуються на основі даного індексу, де перше місце в рейтинговій таблиці відповідає найвищому значенню цього показника, а останнє – найнижчому.

Висновки до розділу 5

1. В данному розділі основна увага зосереджується на розробці стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку, яка повинна базуватися на ідеї партнерських відносин між державою та бізнесом, формулювати пріоритетні завдання у сфері фінансових відносин та передбачати комплекс системних заходів законодавчого, організаційного та інституційного характеру, спрямованих на суттєву модернізацію існуючих взаємовідносин між його учасниками, технологічне оновлення, інтенсивну адаптацію ринку до міжнародних стандартів функціонування та застосування кращої практики.

2. Існуючі дослідження аналізу розвитку інститутів інфраструктури фінансового ринку в сучасній вітчизняній економіці дозволили зробити висновок про недостатню відповідність якості і кількості інфраструктурних елементів вимогам цивілізованих ринкових відносин. В роботі наведені основні етапи стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку, виконання яких дасть можливість зменшити загрози та підсилити слабкі сторони інфраструктури, які визначені автором в SWOT-аналізі. Як підсумок автором запропоновані до виконання на державному рівні стратегічні цілі підвищення ефективності розвитку фінансового ринку,

що в свою чергу забезпечить належний розвиток та діяльність інфраструктурних елементів.

3. Встановлено, що населення в Україні більше звертається до банківської інфраструктури і не досить активно використовує послуги інфраструктури фондового ринку у зв'язку із своєю необізнаністю та недовірою до цього сегмента фінансового ринку. Однією з умов для підвищення зацікавленості населення у фондових інструментах є індустрія посередників, одним з основних елементів якої є інвестиційні консультанти. Ці суб'єкти ринку повинні бути здатні з мінімальними витратами надавати послуги населенню при здійсненні операцій з цінними паперами та іншими фінансовими активами, пропонувати пенсійні продукти та цінні папери інвестиційних фондів, діючи як агенти інших компаній або незалежно від них.

4. Ефективність фінансового ринку є однією з центральних ідей його функціонування. Досліджено основну теорію ефективності ринку, відмічаючи при цьому існування стану відсутності будь-якої ефективності. Доведено, що таку ефективність краще називати інформаційною ефективністю, адже визначення форм ефективності базується виключно на основі отриманої інформації про актив чи його емітента.

5. Ефективність процесу обміну фінансовими активами і вигідність укладання ринкових контрактів залежить від того, наскільки добре працюють інститути, правила регулювання ринку, правова база економіки. Тобто ринкова ефективність – це результат впливу на ринок (і, в кінцевому рахунку, на процес прийняття рішення економічним суб'єктом) завдяки використанню технологій та додержання певних норм, стабільно працюючих інститутів, за допомогою яких можна досягти зниження витрат на здійснення угод.

6. Вводиться поняття інфраструктурної ефективності ринку, яка визначається не кількістю кожного із інфраструктурних елементів, а кількістю видів та інтеграцією їх діяльності. Системність інфраструктурних інститутів передбачає комплексну підтримку здійснення угод на фінансовому ринку. Така ефективність залежить насамперед від ступеня розвитку

інфраструктури фінансового ринку, а також встановлених форм взаємодії між клієнтами і інфраструктурними суб'єктами. Таким чином, якщо ринок не є ефективним з інфраструктурної точки зору, то на ньому завжди присутні інвестори, які мають переважне становище порівняно з іншими учасниками торгівлі.

7. Емпіричні дослідження показують, що більшість сучасних моделей не поєднують інформаційну та інфраструктурну ефективність, а є окремими, незалежними та не вказують на відповідність ринку його стану з урахуванням тієї чи іншої форми розвитку та ефективності. Складено матрицю досконалості фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та інфраструктурної ефективності, де в основних квадрантах є опис існуючого інформаційного та інфраструктурного забезпечення кон'юнктури фінансового ринку та матрицю стратегічного розвитку фінансового ринку з урахуванням вищезазначених ефективностей.

8. Досліджено, що всі сегменти фінансового ринку в однаковій мірі відповідають ознакам ефективного або неефективного ринку. Так, для 2008 р. характерною є ефективність кожного із сегментів, а для 2010 р. і 2012 р. усі сегменти можна вважати неефективними. У той же час для 2009 р. і 2011 р. однозначних висновків зробити не можна, однак враховуючи те, що гіпотеза ефективного ринку була підтверджена лише для одного із сегментів, на нашу думку, це може бути підставою вважати, що в зазначений період фінансовий ринок не був ефективним.

9. Інфраструктурну ефективність фінансового ринку характеризує запропонований індекс розвинутої інфраструктури фінансового ринку. Оскільки інтереси різних суб'єктів фінансового ринку відрізняються один від одного, розраховувати індекс розвинутої інфраструктури фінансового ринку потрібно з позиції інтересів інвесторів (як інституційних, так і приватних). Адже, в більшості випадків інформативність даного індексу буде направлена на задоволення інтересів саме інвесторів.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором у роботах: [249; 252; 256; 259; 270; 271; 282].

ВИСНОВКИ

У дисертації надано теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми, що виявляється в активізації та збільшенні ролі інфраструктурних суб'єктів на фінансовому ринку, підвищенні ефективності його інфраструктури, розробці та обґрунтуванні нових теоретичних і методичних засад удосконалення окремих його елементів.

Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. Дослідження питання трактування поняття “інфраструктура” та визначення її місця в економічному середовищі вказує на значну диференціацію поглядів на сутність, види та складові інфраструктури. Узагальнення різних наукових поглядів дозволило виділити п'ять основних підходів до дослідження зазначеної проблематики: виробничий, галузевий, інституційний, обслуговуючий та комплексний.

2. На основі вивчення наукових підходів до визначення поняття “інфраструктура” зроблено висновок про те, що інфраструктура та її види є сукупністю елементів, що забезпечують, регулюють та створюють умови для нормального, безперебійного, багаторівневого існування господарських взаємозв'язків, взаємодії суб'єктів ринкової економіки та руху товарно-грошових потоків. Тобто це не тільки галузі та інститути, а і технології, норми, механізми. Потрібно розрізняти такі поняття, як “інфраструктура”, “інфраструктура ринку”, “фінансова інфраструктура” та “інфраструктура фінансового ринку”. Дослідження показали, що фінансова інфраструктура може належати до будь-якого ринку, фінансовий ринок має свою інфраструктуру зі своїми складовими.

3. У результаті проведеного на основі системного підходу комплексного дослідження фінансового ринку визначено і структуровано інфраструктуру даного ринку, у складі якої виділено внутрішню (системоутворюючу) і зовнішню (допоміжну) складові. В дослідженні

конкретизований склад елементів сучасної ІФР, який незалежно від моделі фінансового ринку включає: матеріальну, технічну, інституційну та інформаційну підсистеми. Запропонований склад елементів ІФР дає можливість системно виявляти та вирішувати проблеми розвитку такої інфраструктури.

4.3 метою виявлення певних взаємопов'язаних та взаємодоповнюючих тенденцій в розвитку ІФР проаналізовано та сформовано основні етапи такого розвитку. Кожному етапу відповідає своя модель державного регулювання, що складається з відповідних форм, методів та способів його організації і певного набору інструментів. Обґрунтовано висновок про те, що становлення ІФР включає в себе вибір і розробку форм організаційно-економічних засад функціонування інфраструктури, а також вибір моделі її регулювання.

5. Для підвищення ефективності державного регулювання фінансового ринку визначено систему взаємопов'язаних параметрів ефективності такого регулювання. Якщо ринок регулюється ефективно, то на ньому буде мінімізовано шахрайство по відношенню до клієнтів, при цьому розвинута конкуренція, що підвищує якість фінансових послуг та продуктів та знижує ціну на них, яку платить споживач за їх користування. На основі існуючої ситуації в державному регулюванні ІФР та виявлених проблем внесено пропозиції щодо вдосконалення організаційно-економічного механізму такого регулювання на основі створення загальнодоступної інформаційної бази даних Єдиного інформаційного масиву, що дасть можливість всім зацікавленим особам отримувати необхідні їм дані щодо потенційних об'єктів інвестування та стану розвитку фінансового ринку.

6. Важливими питаннями, що потребують чіткого визначення, є характер взаємовідносин державного регулятора й саморегулювальних організацій. Щоб використати всі переваги свого функціонування, СРО повинні мати чітко визначені повноваження, зокрема на розробку й забезпечення дотримання власних правил. Аналіз існуючої ситуації на

сьогодні показав, що офіційно функції СРО виконуються асоціаціями лише на фондовому ринку.

7. Виходячи з моделі розвитку фінансового ринку України, основними інфраструктурними суб'єктами даного ринку виступають банки. Характерною особливістю банківської системи є те, що вона виконує відразу функції декількох підсистем ІФР і основою діяльності є надання різноманітних послуг шляхом проведення активних, пасивних і комісійно-посередницьких операцій з метою задоволення потреб клієнтів банку. У зв'язку з цим визначено ієрархію вимог учасників ринку до банківської діяльності, де на перших позиціях знаходяться кадровий та посередницький блоки, і саме на ці блоки потрібно, в першу чергу, звертати увагу щодо недопущення майбутніх помилок.

8. Однією із головних причин недостатнього розвитку ІФР України та її відставання від західних країн, а також Росії є досить низька капіталізація ринку, незначні активи фінансових установ та відсутність клієнтів в інфраструктурних суб'єктів. Основною причиною таких тенденцій є недостатня довіра до фінансових інструментів та невисока освіченість інвесторів щодо можливих вкладень та здійснених інвестицій. Цю проблему необхідно вирішувати за рахунок організаційної складової зовнішньої інфраструктури.

9. Обґрунтовано місце учасників ІФР України в забезпеченні ефективного розвитку та функціонуванні механізмів реалізації державних програм щодо інфраструктури та ринку в цілому, надано рекомендації по запровадженню інституту кастодіанів з наданням їм повноцінних функцій зі стовідсоткового обслуговування укладених угод та створення належних умов доступу (за рахунок єдиного біржового простору) до фінансових інструментів.

10. Досліджено вплив електронних брокерів на цінову політику, що склалася на ринку посередницьких послуг. Стан ринку, коли на ньому переважають інституційні інвестори, які за своєю природою можуть дозволити собі отримувати послуги посередників за більш високу

винагороду, має домінуючу роль універсальних брокерських компаній. Поява на ринку електронних брокерів призводить до зміщення рівноваги в сторону приватних інвесторів. Така точка рівноваги характеризує наявність більшого обсягу операцій і більш низьких цін на послуги на ринку посередників. В той же час досить різкого зростання обсягів операцій в даній моделі не відбувається.

11. У роботі обґрунтовано, що рейтинг за значимістю елементів ІФР доцільно будувати на основі виявлення потреб споживачів їх послуг, до яких належать не тільки споживачі та постачальники капіталу, але і самі інфраструктурні суб'єкти. Серед таких потреб виділено потреби у поточному розрахунково-касовому обслуговуванні (в т.ч. переказі грошей та обміні валюти), залученні короткострокових грошових коштів, залученні коштів на довгостроковий період, ефективному розміщенні тимчасово вільних грошових коштів, мінімізації фінансових ризиків, отриманні інформації, захисті прав учасників ринку, кваліфікованих кадрах та інноваційних розробках.

12. Українські фондові індекси майже зовсім не використовуються для управління портфелем цінних паперів. Перешкодою цьому є невелика репрезентативність індексів. Фондовий ринок України також ще не готовий для використання індексів як інструмента хеджування ризиків для укладання ф'ючерсних та опціонних контрактів на індекси. Індикатори фондового ринку повинні включати в себе найбільш об'єктивні і авторитетні індикатори економічного розвитку країни. Саме таким індикатором виступає показник валового внутрішнього продукту, і зв'язок фондового ринку з економічною активністю країни спостерігається саме через цей показник. В роботі пропонується розраховувати фондовий індекс на основі цін на акції підприємств ВВП-формуючого значення.

13. Запропонована система показників, що характеризує ІФР, до якої входять індекс росту, індекс масштабу та інтегральний індекс активності професійних учасників фінансового ринку, є важливим інструментом розвитку не тільки інфраструктури, а і самого фінансового ринку. Розроблені

методичні підходи до розрахунку даних показників ґрунтуються на оборотах фінансового ринку, показниках банківського та небанківського секторів, а також інтенсивності та масштабності операцій.

14. На основі узагальнення досліджень гіпотези ефективного ринку обґрунтовано поняття інформаційної ефективності фінансового ринку та інфраструктурної ефективності. На основі цього складено матрицю розвитку фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та інфраструктурної ефективності, де в основних квадрантах є опис існуючого інформаційного та інфраструктурного забезпечення кон'юнктури фінансового ринку, а також матрицю стратегічного розвитку фінансового, що дає можливість визначити систему заходів, спрямованих як на підвищення інфраструктурної або інформаційної ефективності, так і на систему заходів, що сприятимуть зростанню такої ефективності одночасно.

15. Сформовано науково-методичний підхід до розрахунку індексу розвинутості ІФР, який характеризує ступінь інфраструктурної ефективності. До розрахунку беруться показники не тільки ті, що показують кількісні характеристики інфраструктури, а і якісні процеси, що передують розвитку ІФР. Інформативність даного індексу направлена на задоволення інтересів саме інвесторів. З розрахунків видно, що значення даного індексу за останні 5 років зросло з 0,172 в 2007 році до 0,501 в 2012 році.

16. Запропоновано науково-методичний підхід до визначення інформаційної ефективності фінансового ринку, який базується на перевірці слабкої форми ефективності на основі середньозваженої відсоткової ставки міжбанківського ринку, середньозваженого курсу міжбанківського валютного ринку та індексу ПФТС. Досліджено, що всі сегменти фінансового ринку однаковою мірою відповідають ознакам ефективного або неефективного ринку.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алешина О. Г. Инфраструктура рыночной экономики России: особенности становления, факторы развития, регулирование : монография / О. Г. Алешина, Г. Ф. Каячев. – Красноярск, 2005. – 138 с.
2. Аналітичний огляд банківської системи України за 2011 рік [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агентство “Рюрик”. – Режим доступу : http://rurik.com.ua/documents/research/bank_system_IV_kv_2011.pdf.
3. Аналітичні дані щодо котирування акцій: Інформаційний портал InvestfundS – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://invest-funds.ua/markets/stocks>.
4. Афанасьев И. В. Особенности организации фондовых рынков развитых стран как основа формирования национального финансового центра в России / И. В. Афанасьев // Вестник Челябинского государственного университета (Экономика). – 2010. – № 5. – С. 102–109.
5. Ахновська І. О. Розвиток інфраструктури національних ринків капіталу / І. О. Ахновська // Проблеми розвитку внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект : сб. науч. тр. – Донецк : ДонНУ, 2011. – Т. 1. – С. 8–14.
6. АЦДЕ: создание единого депозитарного пространства // Депозитариум. – 2011. – № 1 (95). – С. 32-33.
7. Бабурина О. Н. Финансовые институты управления новым мировым порядком / О. Н. Бабурина // Финансы и кредит. – 2008. – № 23. – С. 63–70.
8. Базилевич В. Д. Економічна теорія: Політекономія : підручник / В. Д. Базилевич. – 7-ме вид. стер. – К. : Знання-Прес, 2008. – 719 с.
9. Базылев Н. И. Экономическая теория : учебник / Н. И. Базылев, А. В. Бондар, С. П. Гурко. – Мн. : БГЭУ, 1996. – 507 с.

10. Банківська статистика [Електронний ресурс] / Аналіз банків України : огляди, графіки, факти. – Режим доступу : <http://bankografo.com/analiz-bankiv/bankivska-statystyka/pokazniki-diyalnosti-banku-absolyutni>.
11. Баторшина А. Ф. Дослідження ефективності фондового ринку України / А. Ф. Баторшина // Міжнародна економічна політика. – 2006. – № 4. – С. 101-121.
12. Баула О. В. Тенденції формування інститутів ринку цінних паперів України [Електронний ресурс] / О. В. Баула // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – 2009. – № 5. – С. 7. – Режим доступу : http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Aprer/2009_5_2/39.pdf.
13. Башнянин Г. І. Політична економія / Г. І. Башнянин, П. Ю. Лазур, В. С. Медведєв. – К. : Ніка-центр Ельга, 2000. – 525 с.
14. Белявский И. К. Статистика рынка товаров и услуг : учебник / И. К. Белявский, Г. Д. Кулагин, И. В. Короткова и др. / Под ред. И. К. Белявского. – М. : Финансы и статистика, 1995. – 432 с.
15. Берегуля О. Чинники підвищення конкурентоспроможності банку на ринку іпотечного кредитування / О. Берегуля // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 8. – С. 42-44.
16. Берышев М. Критерии оценки эффективности автоматизированных торговых систем / М. Берышев, Е. Берышева // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 9. – С. 42-44.
17. Беленький П. Ю. Механізм розвитку ринкової інфраструктури в Україні / П. Ю. Беленький // Вісник НАН України. – 2002. – № 4. – С. 15-23.
18. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента : учебник / И. А. Бланк. – Т. 1. – К. : “Ника-Центр”, 1999. – 592 с.
19. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента : учебник / И. А. Бланк. – Т. 2. – К. : “Ника-Центр”, 1999. – 512 с.
20. Бобров Є. А. Роль та місце ринку фінансових послуг у структурі фінансового ринку / Є. А. Бобров // Фінанси України. – 2007. – № 4. – С. 88-94.

21. Болдуєва О. В. Теоретичні засади формування регіонального ринку цінних паперів / О. В. Болдуєва // Вісник Запорізького національного університету. – 2010. – № 3. – С. 230–235.
22. Бондаренко Є. П. Оцінка впливу державного регулювання на розвиток ринку фінансових послуг України / Є. П. Бондаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2011. – Вип. 31. – С. 6–15.
23. Борисов Е.Ф. Экономика : Справочник / Борисов Е. Ф., А. А. Петров, Ф. Ф. Стерликов. – М. : Финансы и статистика, 1997. – 400 с.
24. Бровкина Н. Е. Анализ и перспективы развития инфраструктуры кредитного рынка в России / Н. Е. Бровкина // Банковские услуги. – 2010. – № 3. – С. 4–11.
25. Буднік М. М. Фінансовий ринок : навчальний посібник / М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабіна. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 334 с.
26. Букреева І. В. Інфраструктура фондового ринку України / І. В. Букреева // Держава та регіони. – (Серія “Економіка та підприємництво”). – 2005. – № 1. – С. 38–41.
27. Бурганова Л. Ш. Развитие учетной инфраструктуры на российском фондовом рынке / Л. Ш. Бурганова // Проблемы и перспективы экономики и управления: материалы междунар. науч. конф. (г. Санкт-Петербург, апрель 2012 г.). – СПб. : Реноме, 2012. – С. 63-65.
28. Валигурский Д. И. Организация предпринимательской деятельности : учебник / Д. И. Валигурский. – М. : Изд-во «Дашков и Ко». – 2005. – 737 с.
29. Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник / О. Д. Василик. – К. : НІОС, 2003. – 416 с.
30. Васильєва В. В. Фінансовий ринок : навчальний посібник / В. В. Васильєва, О. Р. Васильченко. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 368 с.

31. Васильєва Т. А. Проблеми створення та функціонування спеціалізованих інноваційних банків / Т. А. Васильєва // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2. – С. 51-56.
32. Вдосконалення інфраструктури фондового ринку // Цінні папери України. – 2009. – № 42. – С. 12–13.
33. Верников В. А. Финансовая инфраструктура малого предпринимательства в регионе : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / В. А. Верников. – М., 2007. – 185 с.
34. Вірван Л. Міжнародний валютний фонд та Україна: перспективи розвитку // Банківська справа. – 1999. – № 6. – С. 17–19.
35. Волков М. Державне регулювання діяльності фінансових посередників // Фінанси України. – 1996. – № 8. – С. 79–84.
36. Воробйов Є. М. Економічна теорія. Модульний курс : навчальний посібник / Є. М. Воробйов. – Х. : Торсінг плюс, 2009. – 320 с.
37. Воропанова О. В. Системный подход к государственному управлению рыночной инфраструктурой : дис. канд. экон. наук : 08.00.05 / О. В. Воропанова. – Саратов, 2006. – 155 с.
38. Галутова М. М. Організаційна структура фінансового ринку України та чинники її розвитку / М. М. Галутова // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2011. – № 35. – С. 243–250.
39. Гальчинський А. Монетарна складова стратегії економічного розвитку / А. Гальчинський // Економіка України. – 2002. – № 7. – С. 4–9.
40. Гальчинський А. С. Основи економічної теорії : підручник / А. С. Гальчинський, П. С. Єщенко, Ю. І. Палкін. – К. : Вища школа, 1995. – 471 с.
41. Гапонюк М. А. Інфраструктура фондового ринку України: проблемні питання та перспективи розвитку / М. А. Гапонюк // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 2. – С. 36–44.

42. Герасимчук З. В. Економічна сутність інвестиційної інфраструктури регіону / З. В. Герасимчук, Ю. А. Подеря-Масюк // Економічні науки, серія “Регіональна економіка” : зб. наук. праць / М-во освіти і науки України, Луцький нац. технічний ун-т. – 2008. – № 5 (17), ч. 2. – С. 6–14.
43. Глущенко Е. Н. Финансовое посредничество коммерческих банков: монография / Е. Н. Глущенко, Л. П. Дроздовская, Ю. В. Рожков / под науч. ред. проф. Ю. В. Рожкова. – Хабаровск : РИЦ ХГАЭП, 2011. – 240 с.
44. Голиков А. П. Вступ до економічної і соціальної географії : підручник / А. П. Голиков, Я. Б. Олійник, А. В. Степаненко. – К. : Либідь, 1997. – 320 с.
45. Головка А. Інфраструктура ринку : прогноз вітчизняної моделі та факторів, що її визначають [Електронний ресурс] / А. Головка. – Режим доступу : http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/035.htm.
46. Головин М. Ю. Перспективы совместного развития инфраструктуры фондовых рынков в странах ЕвразЭС / М. Ю. Головин // Евразийская экономическая интеграция. – 2009. – № 1. – С. 41–48.
47. Гольцберг М. А. Акционерные общества. Фондовая биржа. Операции с ценными бумагами. – К.: Изд.-рекл. агенство “Текст”, 1992. – 95 с.
48. Гончаренко В. Кредитні спілки в сільськогосподарському виробництві / В. Гончаренко // Економіка АПК. – 2000. – № 6. – С. 36–42.
49. Гончаренко В. Кредитні спілки і кооперативні банки та особливості їх розвитку в Україні / В. Гончаренко // Вісник НБУ. – 2000. – № 1. – С. 47–50.
50. Горловская И. Г. Экономическая основа РЦБ-услуг / И. Г. Горловская // Современные проблемы науки и образования. – 2008. – № 3. – С. 180–185.
51. Гриценко А. Рыночная инфраструктура: сущность, функции, строение / А. Гриценко, В. Соболев // Экономика Украины. – 1998. – № 4. – С. 35–44.
52. Гроші та кредит : підручник / за ред. проф. Б. С. Івасіва. – К. : КНЕУ, 1999. – 404 с.

- 53.Грудзевич У. Я. Регіональні особливості формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку України : монографія / У. Я. Грудзевич. – Л. : ЛБІ НБУ, 2004. – 182 с.
- 54.Д'яконова І. І. Банківський нагляд і регулювання: світовий досвід / І. І. Д'яконова // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – № 12. – С. 84-95.
- 55.Дарбинян А. Р. Институты финансового посредничества в современной экономике / А. Р. Дарбинян, Э. М. Сандоян // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. – 2010. – № 1. – Том 1. – С. 89–99.
- 56.Дегтярьова Н. Ефективний ринок цінних паперів / Н. Дегтярьова., О. Виходцев // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 1–2. – С. 12–18.
- 57.Дєєва Н. Е. Депозитарний облік цінних паперів в умовах їх дематеріалізації / Н. Е. Дєєва // Збірник наукових праць Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. М. І. Туган-Барановського. – Донецьк : ДонНУЕТ, 2010. – Вип. 30, Т. 1. – С. 340–350.
- 58.Дзюбик С. Д. Основи економічної теорії: Навчальний посібник / С. Д. Дзюбик, О. С. Ривак. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2008. – 491 с.
- 59.Динкевич А. Закономерности экономического развития (проблемы методологии) / А. Динкевич // Экономист. – 2001. – № 11. – С. 71–80.
- 60.Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика : пер. с англ. / В. Лукашевича и др. ; под общ. ред. В. Лукашевича. – М. : АНК, 1996. – 448 с.
- 61.Донецкова О. Ю. Природа и специфика финансового посредничества / О. Ю. Донецкова // Вестник ОГУ. – 2010. – № 13. – С. 148–152 [179].
- 62.Дорошенко І. В. Структуризація фінансових ринків у контексті сучасних глобалізаційних процесів // Бюлетень Міністерства юстиції України. – 2009. – № 1. – С. 127–134.
- 63.Дэвид Ф. Свенсен Очевидные причины несостоятельности взаимных фондов [Электронный ресурс] / Интернет-проект “Корпоративный

- менеджмент” – Режим доступа : http://www.cfin.ru/finmarket/management_problem.shtml.
64. Евстигнеев В. Р. Портфельные инвестиции в мире и в России: выбор стратегии : монография / В. Р. Евстигнеев. – М. : Эдиториал УРСС, 2002. – 304 с.
65. Економічна теорія: Політекономія : підручник / за ред. В. Д. Базилевича. – 7-ме вид. стер. – К. : Знання-Прес, 2008. – 719 с.
66. Железняк В. Ю. Напрями вдосконалення інфраструктури фінансового ринку / В. Ю. Железняк // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2008. – Вип. 113-114 (Економіка). – С. 67-71.
67. Желіхівська А. М. Особливості формування інфраструктури фондового ринку України / А. М. Желіхівська // Наукові праці НДФІ. – 2009. – № 1. – С. 75–81.
68. Жупаненко В. М. Сучасне трактування інфраструктури економіки / В. М. Жупаненко // Облік і фінанси АПК. – 2010. – № 3. – С. 129–138.
69. Журавлев А. П. Развитие модели инфраструктуры рынка ценных бумаг Российской Федерации : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / А. П. Журавлев. – Москва, 2008. – 191 с.
70. Журавлева Г. П. Вводный курс по экономической теории : учебник для лицеев / Г. П. Журавлева. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 368 с.
71. Загородній А. Г. Фінансовий словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко. – 3-тє вид., випр. та доп. – К. : Т-во “Знання”, КОО, 2000. – 587 с.
72. Загорський В. С. Розвиток ринку цінних паперів : монографія / В. С. Загорський. – Х. : ВД «Інжек», 2006. – 192 с.
73. Задоя А. А. Основы экономики : учебное пособие / А. А. Задоя, Ю. Е. Петруня. – К. : Вища школа – Знання, 1998. – 478 с.
74. Запорожець М. До питання ефективності фінансового ринку України / М. Запорожець // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 11–12. – С. 19–24.

75. Запоточний В. Й. Технології захисту цінних паперів : навчальний посібник / В. Й. Запоточний; Міністерство освіти і науки, молоді та спорту України, Національний університет «Львівська політехніка». – Львів: Вид-во Львівської політехніки, 2011. – 128 с.
76. Засимчук И. Роль и место консалтинговых компаний в финансовой инфраструктуре [Электронный ресурс] / И. Засимчук // Studiju un mācību priekšmetu pasniegšanas problēmas mūsdienā apstākļos. – С. 44–46. – Режим доступа : http://www.tsi.lv/Research/Conference/Articles/2004_05_06_feb/art13.pdf.
77. Золотов Ю. В. Развитие инфраструктуры рынка капитала в России : дис. канд. экон. наук : спец. 08.00.01 / Ю. В. Золотов. – Саратов, 2004. – 173 с.
78. Зоркальцев В. И. Классификация методов расчета фондовых индексов / В. И. Зоркальцев, Н. П. Шерстянкина // Известия ИГЭА. – 2009. – № 6. – С. 19–26.
79. Зоркальцев В. И. Проблемы построения и использования фондовых индексов / В. И. Зоркальцев, Н. П. Шерстянкина // Известия ИГЭА. – 2011. – № 2. – С. 45-53.
80. Зюкова И. Инфраструктура маркетинга / И. Зюкова // Бизнес-информ. – 1998. – № 16. – С. 79–80.
81. Ибрагимов Л. А. Инфраструктура товарного рынка / Л. А. Ибрагимов. – М. : Изд-во «ПРИОР», 2001. – 416 с.
82. Иванов В. М. Финансовый рынок: конспект лекций / В. М. Иванов. – К. : МАУП, 1999. – 112 с.
83. Иванова Т. Б. Становление, особенности и совершенствование финансовой инфраструктуры в экономике России : дис. д-ра экон. наук : 08.00.10 / Т. Б. Иванова. – Москва, 2005. – 322 с.
84. Иохин В. Я. Экономическая теория: введение в рынок и микроэкономический анализ : учебник / В. Я. Иохин. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 512 с.

- 85.Ишханов А. В. Проблемы и пути реформирования международных финансовых институтов / А. В. Ишханов, А. П. Долгов // Финансы и кредит. – 2009. – № 13. – С. 14–18.
- 86.Іваницька О. М. Концептуальний підхід щодо регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні / О. М. Іваницька // Державне управління : теорія та практика. – 2006. – № 1. – С. 51–60.
- 87.Іваницька О. М. Фінансові ринки : навч. посібник / О. М. Іваницька. – К. : Вид.-во УАДУ, 1999. – 96 с.
- 88.Івасів І. Б. Комерційні банки в інфраструктурі фінансового ринку : Автореф. дис... канд. екон.наук: 08.04.03 / Київськ. нац. екон. ун-т. – К., 1997. – 23 с.
- 89.Ільницький Д. О. Розвиток регіональної інфраструктури як інструмент регулювання економіки / Д. О. Ільницький, О. А. Федірко // Науковий вісник ЧДІЕУ. – 2010. – № 3. – С. 49–59.
- 90.Інвестиційно-інноваційні аспекти впливу фінансової інфраструктури на розвиток національного господарства України : монографія / за заг. ред. д-ра фіз.-мат. наук, проф. С. О. Смирнова / С. О. Смирнов, О. М. Грабчук, М. В. Корнєєв та ін. – Дніпропетровськ, 2010. – 307 с.
- 91.Інформаційні матеріали щодо виробництва та розподілу валового внутрішнього продукту за видами економічної діяльності [Електронний ресурс] : Державна служба статистики України. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2008/vvp/vvp_ric/vtr_u.htm.
- 92.Інформаційні матеріали щодо результатів ринкових торгів акціями лістингових підприємств за період з 01.01.2012 по 30.06.2012 [Електронний ресурс] : за даними Української біржі. – Режим доступу : <http://www.ux.ua%2Fru%2Fmarketdata%2Fmarketresults-csv.aspx%3Fday1%3D20120101%26day2%3D20120630%26type%3D2>.
- 93.Каваленя Л. Н. Новая количественная мера информационной эффективных фондовых рынков / Л. Н. Каваленя // Вопросы современной

- науки и практики. Университет им. В. И. Вернадского. – 2011. – № 3. – С. 237-244.
94. Калач Г. М. Розвиток депозитарної системи України у контексті світових тенденцій / Г. М. Калач // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. – № 2. – С. 83–91.
95. Калинець К. С. Особливості розвитку та динаміка функціонування фондових бірж в Україні / К. С. Калинець // Регіональна економіка. – 2008. – № 3. – С. 189–197.
96. Калинин Е. Российская инфраструктура рынка ценных бумаг в период кризиса: работа со знаком качества / Е. Калинин // Рынок ценных бумаг. – 2009. – № 6. – С. 4–9.
97. Каменщик Д. В. Циклическая специфика взаимодействия реального и финансового сегментов воспроизводственной системы // Вопросы экономики и права. – 2011. – № 12. – С. 36-39.
98. Канаев А. В. Банковские стратегии в сфере современной теории финансового посредничества / А. В. Канаев // Финансы и кредит. – 2007. – № 25. – С. 23–34.
99. Каренов Р. С. Терминология рыночной экономики и бизнеса. / Р. С. Каренов. – Алматы: Гылым, 1994. – 312 с.
100. Карпінський Б. А. Фінансова система : навчальний посібник / Б. А. Карпінський, О. В. Герасименко. – К. : Центр навчальної літератури, 2003. – 184 с.
101. Картер А. Структурные изменения в экономике США : монография / А. Картер. – М. : Статистика, 1974. – 272 с.
102. Картнер Г. Депозитарна система обслуговування цінних паперів в Україні: ризики і рекомендації : Проект розвитку ринків капіталу USAID [Електронний ресурс] / Г. Картнер. – 2006. – Режим доступу : http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/Ukraine_depository_study_u.pdf.

103. Кіктенко О. В. Державне регулювання фондового ринку за рахунок депозитарної системи / О. В. Кіктенко, З. П. Кіктенко // Ринок цінних паперів України. – 2011. – № 2. – С. 31–35.
104. Кіктенко О. В. Державне регулювання фондового ринку за рахунок ефективності функціонування ринкової інфраструктури / О. В. Кіктенко // Держава та регіони. – (Серія “Державне управління”) : науково-виробничий журнал. – 2011. – № 2. – С. 36–39.
105. Кіктенко О. В. Державний вплив на процеси формування та розвитку фондового ринку в Україні / О. В. Кіктенко // Держава та регіони. – (Серія “Державне управління”). – 2011. – № 1. – С. 43–48.
106. Клиринговая деятельность в странах участников АЦДЕ (краткий обзор) [Электронный ресурс] : Рабочая группа АЦДЕ “Корреспондентские отношения”. – 2009. – 12 с. – Режим доступа : http://www.aecsd.com/common/img/files/protocols/p6/d005_2.pdf.
107. Ключня В. Л. Основы экономической теории : учебное пособие / В. Л. Ключня, М. Л. Зеленкевич, Н. В. Чеченко и др. / под ред. В. Л. Ключни. – Мн. : НКФ “Экоперспектива”, 1996. – 336 с.
108. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
109. Коваленко М. Є. Концепція інфраструктури у фінансовому секторі економіки / М. Є. Коваленко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Т. 16. – С. 298-306.
110. Козельская И. Н. Инфраструктурное обеспечение функционирования рынка транзитивной экономики / И. Н. Козельская. – Саратов : Изд. центр СГЭА, 1997. – 372 с.
111. Козлова К. Б. Институционализм в американской политэкономии. – М. : Наука, 1987. – 216 с.
112. Козлова К. Б. Институционализм в американской политэкономии. – М. : Наука, 1987. – 216 с.

113. Козоріз М. А. Досвід Польщі у формуванні інфраструктури ринку цінних паперів / М. А. Козоріз, З. Я. Лапішко // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Євроінтеграційний курс України: фінансовий вимір (Збірник наукових праць): У 2-х ч. / НАН України, Інститут регіональних досліджень; Редкол. : відп. ред. акад. НАН України М. І. Долішній. – Львів, 2006. – № 3 (LIX). – Ч. 1. – С. 72–79.
114. Колотов Ю. О. Развитие инфраструктуры рынка финансовых услуг : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 – Краснодар, 2003. – 173 с.
115. Комаринський Я. Фінансово-інвестиційний аналіз : навчальний посібник / Я. Комаринський, І. Яремчук. – К. : Українська енциклопедія, 1996. – 300 с.
116. Кондратьев В. Б. Инфраструктура и экономический рост / В. Б. Кондратьев // Мировая экономика и международные отношения. – 2011. – № 11. – С. 18-24.
117. Конюховский П. В. Микроэкономическое моделирование банковской деятельности / П. В. Конюховский. – Питер, 2001. – 224 с.
118. Копылова О. В. Перспективы развития инфраструктуры фондового рынка Украины после слияния ПФТС и ММВБ / О. В. Копылова // Вісник ОНУ. – 2011. – Т. 15. – Вип. 20. (Економіка). – С. 122–130.
119. Корищенко К. Роль финансовой инфраструктуры в проведении денежной политики / К. Корищенко // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 7. – С. 10–11.
120. Корнеев В. В. Банківське посередництво на ринку фінансових послуг / В. В. Корнеев // Економіка України. – 2002. – № 6. – С. 16–24.
121. Корнеев В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках / В. В. Корнеев // Науково-дослідний фінансовий ін-т при Міністерстві фінансів України. – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.
122. Корнеев В. В. Фінансові посередники: інституційна роль та інструментарій / В. В. Корнеев // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 37–45.

123. Корнєєв В. В. Цінні папери в системі фінансового ринку: фінансовий ринок та ринок цінних паперів. Операції з цінними паперами : інфор.-довід. посібник / В. В. Корнєєв, С. В. Глущенко. – К. : НДФІ, 1999. – 68 с.
124. Корнєєв В.В. Інвестиційно-довірчі послуги фінансових посередників при реалізації соціальних програм / В. В. Корнєєв // Формування ринкових відносин в Україні: Зб. наук. пр. – К. : НДЕІ. – 2003. – № 7–8. – С. 114–116.
125. Корнєєв В.В. Інституційні орієнтири ринкових перетворень / В. В. Корнєєв // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 3. – С. 82–90.
126. Корнєєв В.В. Розвиток ринку фінансових послуг небанківських посередників / В. В. Корнєєв // Економіка і прогнозування. – 2001. – № 3. – С. 79–96.
127. Котов А. В. Определение адекватности банковской инфраструктуры [Електронний ресурс] / А. В. Котов. – Режим доступу : <http://www.jourclub.ru/13/1259/2>.
128. Кравчук Г. В. Вплив системи парабанківських посередників на розвиток національної економіки / Г. В. Кравчук, М. В. Дубина // Актуальні Проблеми Економіки. – 2012. – № 5. – С. 108-114.
129. Кравчук Г. В. Конкуреноспроможність фінансових посередників на Україні та перспективи їх подальшого розвитку / Г. В. Кравчук, Ю. В. Матвєєва // Вісник Чернігівського державного технологічного університету. – 2012. – № 1. – С. 222-229.
130. Красовский В. Инфраструктура и интенсификация экономики : монография / В. Красовский. – М. : Экономика, 1980. – 195 с.
131. Кривенко Г. В. Управління конкуреноспроможністю підприємств в умовах маркетингової орієнтації / дис. канд. екон. наук: 08.06.01 / Кривенко Ганна Володимирівна. – Донецьк, 2003. – 344 с.

132. Криворучко С. В. Платежно-расчетная инфраструктура российского рынка ценных бумаг / С. В. Криворучко // Банковское дело. – 2011. – № 11. – С. 42-49.
133. Криничанский К. В. Арбитражное ценообразование на российском фондовом рынке / К. В. Криничанский, М. А. Горюнова, А. В. Безруков // Журнал экономической теории. – 2006. – № 1. – С. 139-146.
134. Кузнецов Э. А. Экономика : учебное пособие / Э. А. Кузнецов. – Х. : Одиссей, 2003. – 408 с.
135. Кузьменко Л. М. Управление функционированием и развитием экономики региона : монография / Л. М. Кузьменко // НАН Украины. Ин-т экономики пром-ти. – Донецк, 2004. – 284 с.
136. Кузьмін О. Є. Фінансова інфраструктура для підтримки малих підприємств / О. Є. Кузьмін, І. М. Комарницький // Фінанси України. – 2003. – № 2. – С. 87–96.
137. Кулик Н. Н. Совершенствование инфраструктуры фондового рынка России в условиях стабилизации экономического роста : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / Н. Н. Кулик. – Краснодар, 2006. – 185 с.
138. Курс экономики : учебник / под ред. Б. А. Райзберга. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 720 с.
139. Лансков П. М. Методология формирования организационно-экономического механизма регулирования финансового рынка и его инфраструктуры : дис. д-ра экон. наук : 08.00.10 / П. М. Лансков. – Санкт-Петербург, 2006. – 384 с.
140. Лансков П. Направления совершенствования инфраструктуры финансового рынка / П. Лансков // Инфраструктура рынка ценных бумаг. – 2005. – № 1. – С. 298–302.
141. Лапішко З. Я. Глобалізаційні тенденції розвитку інфраструктури ринку цінних паперів / З. Я. Лапішко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. пр. – Суми : УАБС НБУ, 2006. – Т. 18. – С. 339–345.

142. Лапішко З. Я. Завдання і функції інфраструктури ринку цінних паперів / З. Я. Лапішко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – 2009. – № 2. – Режим доступу : http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/fkd/2009_2/R4/8.pdf.
143. Лапішко З. Я. Національна депозитарна система – основа інфраструктури фондового ринку / З. Я. Лапішко // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 4. – С. 49–52.
144. Лапішко З. Я. Обґрунтування методики аналізу діяльності суб'єктів інфраструктури ринку цінних паперів в регіоні / З. Я. Лапішко // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Методи оцінки рівня капіталізації інноваційних структур : збірник наукових праць. – Львів : НАН України, Інститут регіональних досліджень. – 2007. – № 2. – С. 226–238.
145. Ларіонова Л. Програма підтримки кредитних спілок: досягнення і перспективи / Л. Ларіонова // Фінанси України. – 2002. – № 4. – С. 155–157.
146. Лауфер М. Особенности развития современных фондовых бирж / Лауфер М. // Вопросы экономики. – 1999. – № 5. – С. 127–138.
147. Левченко В. П. Визначення ринку небанківських фінансових послуг як сегмента фінансового ринку / В. П. Левченко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. – № 2. – С. 183–190.
148. Леонов Д. А. Перспективные направления развития информационной инфраструктуры рынка акций в Украине [Електронний ресурс] / Д. А. Леонов, Е. М. Смаглюк. – Режим доступу : <http://books.efaculty.kiev.ua/ufr/articles/1/>.
149. Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки / Л. И. Лопатников. – 5-е изд., перераб. и доп. – М. : Дело, 2003. – 520 с.

150. Лукашов А. В. Расчетно-клиринговая система и глобальная фондовая архитектура / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2006. – № 6. – С. 352–372.
151. Львовичкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи / С. Львовичкін, В. Опарін, В. Федосов // Економіка України. – 2008. – № 11. – С. 57–71.
152. Маергойз И. М. Инфраструктура и размещение производства / И. М. Маергойз // Экономическая география промышленности. – 1971. – № 4–5. – С. 36–41.
153. Майовець Є. Розвиток фінансових ринків як передумова економічного зростання в Україні / Є. Майовець, Х. Флюд // Формування ринкової економіки в Україні. – 2009. – № 19. – С. 88–91.
154. Майоров С. О современных тенденциях развития торговых технологий / С. О. Майоров // Биржевое обозрение. – 2009. – № 10. – С. 14–17.
155. Майоров С. Об особенностях клиринговой деятельности на финансовых рынках / С. Майоров // Биржевое обозрение. – 2011. – № 1. – С. 3–12.
156. Майоров С. Развитие технологий финансовых рынков: продолжение (клиринг внебиржевых деривативов и модели доступа) / С. Майоров // Биржевое обозрение. – 2010. – № 6. – С. 7–13.
157. Малиновская О. В. Развитие инфраструктуры финансового рынка в России: объединение биржевых площадок [Электронный ресурс] / О. В. Малиновская, И. П. Скобелева. – Режим доступа : <http://be5.biz/ekonomika1/r2012/1862.htm>.
158. Манакова Т. А. Становление региональной инфраструктуры финансового рынка в переходной экономике : дис. канд. экон. наук : 08.00.10, 08.00.04 / Т. А. Манакова. – Кемерово, 1999. – 224 с.
159. Манакова Т. А. Финансовый рынок России и его инфраструктура / Т. А. Манакова. – Кемерово : Кузбассвуиздат, 2001. – 159 с.
160. Маркс К. Капитал / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М. : Политиздат. – 1956. – т. 23. – 785 с.

161. Маслова С. О. Фінансовий ринок : навчальний посібник. Друге видання, виправлене / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К. : “Каравела”, 2003. – 344 с.
162. Мацелюх Н. Концепція та алгоритм побудови організаційно-економічного механізму регулювання фінансового ринку України / Н. Мацелюх // Схід. – 2010. – № 7. – С. 64–68.
163. Мацкайлова Е. В. Развитие инфраструктуры фондового рынка в России : дис. канд. эконом. наук : 08.00.10 / Е. В. Мацкайлова. – Волгоград, 2005. – 178 с.
164. Мельник Л. Г. Экономика и информация: экономика информации и информация в экономике: Энциклопедический словарь / Л. Г. Мельник. – Университетская книга”, 2005. – 384 с.
165. Мертес А. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории / А. Мертес. – К. : Киевское инвестиционное агенство, 1997. – 416 с.
166. Методика розрахунку валового внутрішнього продукту виробничим методом і за доходами : Наказ Держкомстату України від 08.11.2004 № 610. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.ukrstat.gov.ua/metod_polog/metod_doc/nr/nr_04.pdf.
167. Миркин Я. М. Посткризисная стратегия развития финансового сектора России [Электронный ресурс] / Я. М. Миркин // Журнал новой экономической ассоциации. – Режим доступу : <http://journal.econorus.org/jsub.phtml?id=24>.
168. Михайлиди П. Саморегулирование в Украине. Концепция (общие положения) Инициативная группа по развитию саморегулирования в Украине [Электронный ресурс] / П. Михайлиди. – Киев, 2010. – Режим доступу : <http://telpu.com.ua/user/files/press/sro/samoreg.pdf>.
169. Михайлів Г. В. Розвиток інфраструктури ринку цінних паперів як необхідна умова його функціонування / Г. В. Михайлів // Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. – 2010. – № 4. – С. 280–283.

170. Михайлов А. П. Основы рыночной экономики: Экономическая теория : учебное пособие [для студентов высших учебных заведений] / А. П. Михайлов, Д. Д. Шило. – К. : Европейский университет финансов, информационных систем, менеджмента и бизнеса, 2000. – 248 с.
171. Михайловська І. М. Гроші та кредит практикум: навчальний посібник / І. М. Михайловська, К. Л. Ларіонова. – Львів : “Новий Світ-2000”, 2008. – 312 с.
172. Михальський В. В. Про фінансовий ринок і його структуру в умовах глобалізації / В. В. Михальський // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. – № 1. – С. 198–205.
173. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. – М. : Аспект Пресс, 1999. – 820 с.
174. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: навч. видання: англ / Ф. С. Мишкін. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
175. Міжнародні фінанси : навч. посіб. / [І. І. Д'яконова, М. І. Макаренко, Ф.О. Журавка та ін.]; за ред. М. І. Макаренка та І. І. Д'яконової. – К. : «Центр учбової літератури», 2013. – 548 с. – ISBN 978-617-673-118-4.
176. Міщенко С. В. Проблеми вдосконалення системи саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С. 43–52.
177. Мозговий О. М. Фондовий ринок : навч. посібник / О. М. Мозговий. – К. : КНЕУ, 2004. – 420 с.
178. Моисеев А. А. Международные финансовые организации. – М.: «Омега-Л», 2010. – 646 с.
179. Моисеев С. Гипотеза эффективного рынка [Электронный ресурс] / С. Моисеев // Журнал для трейдеров. – 2003. – № 5. – Режим доступа : http://www.spekulant.ru/archive/Gipoteza_effektivnogo_rynka.html.
180. Моисеев С. Р. Международные финансовые рынки и международные финансовые институты: учебное пособие, практикум по курсу. – М. :

Московский государственный университет экономики, статистики и информатики, 2008. – 205 с.

181. Молодкин А. Ю. Развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг / А. Ю. Молодкин // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – № 2. – С. 400–406.
182. Моряков И. Модели создания Центрального депозитария с учетом специфики фондового рынка России / И. Моряков // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 10. – С. 70–73.
183. Мочерний С. В. Основи економічних знань : підручник / С. В. Мочерний. – К. : Видавничий центр “Академія”, 2002. – 312 с.
184. Мочерний С. В. Економічна теорія : посібник / С. В. Мочерний. – К. : Видавничий центр “Академія”, 2002. – 656 с.
185. Муфтиев Г. Г. Рынок средств производства в системе региональной экономики. – М. : Наука, 1993. – 112 с.
186. Муханова Е. Б. Теоретические основы и пути формирования рыночной инфраструктуры : монография / Е. Б. Муханова. – М. : ИЭ РАН, 1994. – 162 с.
187. Мюррей Т. Модель инфраструктуры рынка капитала Российской Федерации : проект по заказу НАУФОР / Томас Мюррей. – 2007. – 50 с.
188. Наливайский В. Ю. Исследование эффективности российского фондового рынка / В. Ю. Наливайский, И. С. Иванченко // Рынок ценных бумаг. – 2004. – № 15. – С. 46-48.
189. Науменкова С. В. Інституційний розвиток фінансового сектору України / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2008. – № 7. – С. 53–71.
190. Недашківський М. М. Формування ринкової інфраструктури та її вплив на інвестиційний процес / М. М. Недашківський // Науковий вісник. – 1999. – № 1. – С. 97-103.
191. Некрасова И. В. Определение степени эффективности российского фондового рынка на современном этапе функционирования /

- И. В. Некрасова // Вопросы регулирования экономики. – 2010. – № 2. – С. 5-15.
192. Николаева А. М. Місце і роль депозитаріїв в інфраструктурі ринку цінних паперів [Електронний ресурс] / А. М. Николаева // Економічний форум. – 2011. – № 1. – Режим доступу : http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekfor/2011_1/29.pdf.
193. Ніколенко Ю. В. Основи економічної теорії : підручник / Ю. В. Ніколенка. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 504 с.
194. Ніколенко Ю. В. Політекономія : підручник / Ю. В. Ніколенка. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 412 с.
195. Новиков В. А. Толковый словарь: термины рыночной экономики / В. А. Новиков. – М. : Наука, 1994. – 233 с.
196. Новоселов А. С. Рыночная инфраструктура региона: Проблемы формирования и развития : монография / А. С. Новоселов // РАН. Сиб. отд-ние. ИЭиОПП. – Новосибирск : ЭКОР, 1996. – 288 с.
197. Носова С. С. Экономическая теория: краткий курс : учебное пособие для студентов учебных заведений / С. С. Носова. – М. : Гуманитарный издательский цент ВЛАДОС, 2001. – 288 с.
198. Носова С.С. Экономическая теория : учебник / С. С. Носова. 2-е изд., стер. – М. : КНОРУС, 2008. – 800 с.
199. О совершенствовании регулирования финансового рынка. Аналитические материалы / под научной редакцией В. С. Плещачевского и П. М. Ланскова. – Режим доступу : old.ffms.ru/attach.asp?a_no=921.
200. Овчинников В. В. Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг. Global custody : монография / В. В. Овчинников. – М. : Солид консалтинг, 1998. – 485 с.
201. Овчинников В. Инфраструктура рынка ценных бумаг: настоящее и будущее / В. Овчинников // Рынок ценных бумаг. – 1996. – № 15. – С. 48-51.

202. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія) : навч. посібник / В. М. Опарін. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К. : КНЕУ, 2001. – 240 с.
203. Основи економічної теорії : навчальний посібник / Л. Ю. Мельник, М. Х. Корецький, В. М. Огаренко та ін.; під заг. ред. Л. Ю. Мельника. – К. : Центр навчальної літератури, 2005. – 528 с.
204. Основи економічної теорії : підручник / за заг. ред. Ю. В. Ніколенка. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 504 с.
205. Основные международные тенденции в развитии бирж [Электронный ресурс] // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 21. – Режим доступа : <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=3701>.
206. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт / А. Рот, А. Захаров, Я. Миркин, Р. Бернанд, П. Баренбойм, Б. Борн // Учебное пособие для юридических и экономических вузов. – М. : Юридический дом “Юстицинформ”, 2002. – 411 с.
207. Основы экономической теории : учебное пособие / В. Л. Ключня, М. Л. Зеленкевич, Н. В. Чеченко и др.; под ред. В. Л. Ключни. – Мн. : НКФ “Экоперспектива”, 1996. – 336 с.
208. Основы экономической теории : учебник / С. В. Мочерный, В. К. Симоненко, В. В. Секретарюк, А. А. Устенко; под общ. ред. С. В. Мочерного. – К. : Об-во “Знання”, КОО, 2000. – 607 с.
209. Оспіщев В. І. Фінанси : навчальний посібник / В. І. Оспіщев, Л. І. Лачкова, О. П. Близнюк та інш. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2008. – 366 с.
210. Оцінка кредитоспроможності та інвестиційної привабливості суб’єктів господарювання: Монографія / За ред. доктора економічних наук А.О. Єпіфанова. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – 286 с.
211. Параниця Н. В. Стан фінансового ринку в Україні та його вплив на розвиток економіки / Н. В. Параниця // Формування ринкових відносин в Україні. – 2011. – № 10. – С. 41-45.

212. Перехожев В. А. Современные подходы к пониманию категорий “Банковский продукт”, “Банковская услуга” и “Банковская операция” / В. А. Перехожев // Финансы и кредит. – 2002. – № 21. – С. 23–32.
213. Пизенти А. Очерки политической экономии капитализма : монография / А. Пизенти. – М. : Прогресс, 1976. – 351 с.
214. Піддубний І. О. Управління конкурентоспроможністю підприємства : навч. посібн. / І. О. Піддубний, А. І. Піддубна / за ред. проф. І. О. Піддубного. – Х. : Вид. дім «Інжек», 2004. – 264 с.
215. Побединський О. Торгові системи-роботи на фондовому ринку [Електронний ресурс] / О. Побединський // Україна фінансова : інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. – Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/020.htm.
216. Подгорный В. В. Проблемы развития рыночной инфраструктуры в Украине и пути их решения / В. В. Подгорный // Економічний простір. – 2009. – № 21/3. – С. 279–291.
217. Показники діяльності банків [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Асоціації Українських банків. – Режим доступу : http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&crd=85&menu=104&Itemid=112.
218. Полетаєв О. О. Особливості структури послуг фінансових посередників в Україні / О. О. Полетаєв // Наукові праці : Науково-методичний журнал. – Миколаїв : Вид-во МДГУ ім. Петра Могили, 2005. – Вип. 25. Т. 38. Економічні науки. – С. 66–75.
219. Поливана Т. М. Інституційна структура фінансової системи в умовах глобальної фінансової нестабільності: теоретичні підходи та практичні реалії / Т. М. Поливана // Економіка, фінанси, право. – 2010. – № 1. – С. 22–24.
220. Політекономія : підручник / за заг. ред. Ю. В. Ніколенка. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 412 с.

221. Політична економія : навчальний посібник / К. Т. Кривенко, В. С. Савчук, О. О. Беляєв та ін.; за ред. К. Т. Кривенка. – К. : КНЕУ, 2001. – 508 с.
222. Політична економія: навчальний посібник / за ред. В. О. Рибалкіна, В. Г. Бодрова. – К. : Академвидав, 2007. – 672 с.
223. Полянцева Е. И. Управление развитием региональной рыночной инфраструктуры на основе повышения эффективности регионального финансового рынка : на материалах регионов Центрального Федерального округа России : дис. канд. экон. наук : 08.00.05, 08.00.10. / Е. И. Полянцева. – Орел, 2005. – 220 с.
224. Попова Л. А. Экономические инструменты инфраструктуры рынка (На примере финансовых, страховых и таможенных услуг) : 08.00.05, 08.00.10 : дис. д-ра экон. наук / Л. А. Попова. – Москва, 2000. – 265 с.
225. Про встановлення строку дії ліцензій на провадження окремих видів діяльності на ринку цінних паперів та погодження розміру плати за їх видачу [Електронний ресурс] : Положення. Постанова Кабінету Міністрів України від 07.06.2006 № 802. – Режим доступу : [http://www.ssmc.gov.ua/\(S\(tw5klr45sgpiqdbldod0y455\)\)/ShowPage.aspx?PageID=625](http://www.ssmc.gov.ua/(S(tw5klr45sgpiqdbldod0y455))/ShowPage.aspx?PageID=625).
226. Про депозитарну діяльність [Електронний ресурс] : Положення. Рішення ДКЦПФР від 17.10.2006 № 999. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1238-06>. – Законодавство України.
227. Про депозитарну систему [Електронний ресурс] : закон України від 06.07.2012 № 5178-VI. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>. – Законодавство України.
228. Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів [Електронний ресурс] : Положення. Постанова КМУ від 14.04.2009 № 363. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/363-2009-%D0%BF>. – Законодавство України.

229. Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР від 26.05.2006 № 346. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=22>. – Законодавство України.
230. Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР від 26.05.2006 № 347. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=22>. – Законодавство України.
231. Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності, а саме діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР від 26.05.2006 № 348. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=22>. – Законодавство України.
232. Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР від 26.05.2006 № 349. – Режим доступу : <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=22>. – Законодавство України.
233. Про захист економічної конкуренції [Електронний ресурс] : закон України від 11.01.2001 № 2210-III. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2210-14>. – Законодавство України.
234. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні [Електронний ресурс] : Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=710%2F97-%E2%F0>. – Законодавство України.
235. Про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів [Електронний ресурс] : Положення. Рішення ДКЦПФР від

- 17.10.2006 № 1001. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1198-06>. – Законодавство України.
236. Про розрахунок показників ліквідності, що обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку [Електронний ресурс] : Положення. Рішення ДКЦПФР від 27.12.2007 р. № 2381. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0061-08>. – Законодавство України.
237. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] : закон України від 12.07.2001 № 2664–III. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>. – Законодавство України.
238. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>. – Законодавство України.
239. Пшик Б. І. Сутність і структура фінансово-кредитної системи: функціональний, інституціональний та організаційний підходи / Б. І. Пшик // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Проблеми інтеграції України у світовий фінансовий простір : зб. наук. пр. / НАН України. Ін-т регіональних досліджень ; редкол. : В. С. Кравців (відп. ред.). – Львів, 2013. – Вип. 1 (99). – С. 24-32.
240. Пшик Б. І. Сучасні моделі організації фінансово-кредитних відносин на фінансовому ринку / Б. І. Пшик // Науковий вісник: фінанси, банки, інвестиції. – 2013. – № 2. – С. 57-63.
241. Пшик Б. І. Фінансово-кредитні відносини в Україні: проблеми становлення, перспективи розвитку, напрями вдосконалення: монографія / Б. І. Пшик. – Інститут регіональних досліджень НАН України. – К. : УБС НБУ, 2011. – 530 с.
242. Радыгин А. Д. Базовый курс по рынку ценных бумаг : учебное пособие / А. Д. Радыгин, Л. П. Хабарова, Л. Б. Шапиро. – М. : Финансовый издательский дом “Деловой экспресс”, 1998. – 408 с.

243. Развитие инфраструктуры финансовых рынков как элемент модернизации банковской деятельности // Депозитариум. – 2012. – № 6. – С. 34.
244. Райзберг Б. А. Курс экономики: учебник / Б. А. Райзберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 720 с.
245. Реверчук О. С. Банківський сектор та його структура в Україні / О. С. Реверчук // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. праць. – Львів : Львівський національний університет імені Івана Франка, 2009. Вип. 19. – (Фінансово-економічні проблеми розвитку економіки України). – С. 420–424.
246. Рекуненко И. И. Использование банками платежных систем при переводе денег / И. И. Рекуненко // Журнал научных публикаций аспирантов и докторантов. – 2013. – № 5. – С. 9-12.
247. Рекуненко И. И. Особенности регулирования инфраструктуры финансового рынка в Украине // Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России: сборник статей международной научно-практической конференции (пятое заседание 25.11.2009). – Воронеж : Научная книга, 2010. – С. 79-82.
248. Рекуненко И. И. Современное состояние и перспективы развития банковского кредитования в Украине / И. И. Рекуненко, И. А. Федоров // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: збірник тез доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (21-22 травня 2009 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – Т. 1. – С. 141-144.
249. Рекуненко І. І. In-store banking як один із способів розповсюдження банківських продуктів / І. І. Рекуненко // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: збірник тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції (27-28 травня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської

- справи Національного банку України». – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – Т. 2. – С. 150-151.
250. Рекуненко І. І. IPO як перспективний метод залучення капіталу вітчизняними підприємствами / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С. 36–40.
251. Рекуненко І. І. Важливість інформаційного забезпечення інвесторів при первинному розміщенні цінних паперів / І. І. Рекуненко, О. В. Клименко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Т. 17. – Суми : УАБС, НБУ, 2006. – С. 178–184.
252. Рекуненко І. І. Вплив Інтернет-трейдингу цінними паперами на розвиток фондового ринку / І. І. Рекуненко // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою : збірник наукових праць ДонДУУ. – Донецьк : ДонДУУ, 2009. – Т. X. – С. 310–318.
253. Рекуненко І. І. Вплив конкуренції на стан кредитного ринку України / І. І. Рекуненко, Л. Є. Струк // Сучасні підходи до управління підприємством : Збірник наукових праць IV Всеукраїнської науково-практичної конференції, у двох томах : Т.2. – К.: НТУУ «КПІ» ВПІ ВПК «Політехніка», – 2013. – С. 312-317.
254. Рекуненко І. І. Вплив рейтингових агентств на діяльність вітчизняних банків / І. І. Рекуненко // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: збірник тез доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (21-22 травня 2009 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – Т. 1. – С. 83-84.
255. Рекуненко І. І. Вплив фінансової кризи на розвиток вітчизняних ІСІ / І. І. Рекуненко // Фінанси України : матеріали XIV Міжнародної науково-практичної конференції, 19-20 травня 2010 р. : в 7 т. – Д.: Біла К.О., 2010. – Т. 2. – С. 42-44.

256. Рекуненко І. І. Зростання конкуренції в торгівлі на фондовому ринку під впливом інноваційного розвитку / І. І. Рекуненко // Кокурентоспроможність та інноваційний розвиток України: проблеми науки та практики: тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції 26-27 листопада 2009 р. – Х.: ФОП Лібуркіна Л.М.; ВД «ІНЖЕК», 2009. – С. 109-111.
257. Рекуненко І. І. Інфраструктура ринку: елементи та значення в ринковій економіці / І. І. Рекуненко // Економіка. Фінанси. Право. – 2011. – № 11–12. – С. 19–22.
258. Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку як економічна категорія / І. І. Рекуненко, Р. В. Коробка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XIV Всеукраїнської науково-практичної конференції (27-28 жовтня 2011 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – Т. 2. – С. 67-68.
259. Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку: сучасний стан та перспективи розвитку : монографія. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – 411 с.
260. Рекуненко І. І. Кліринг та розрахунки як основний елемент інфраструктури фінансового ринку / І. І. Рекуненко // Проблеми соціально-економічного розвитку підприємництва : збірник матеріалів міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (8-9 листопада 2012 р.). – Дніпропетровськ : «Герда», 2012. – С. 152-153.
261. Рекуненко І. І. Маржинальна торгівля цінними паперами як один із способів покращання розвитку фондового ринку / І. І. Рекуненко, Є. М. Терехов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. – Т. 12. – Суми: ВВП “Мрія-1” ЛТД: Ініціатива, 2005. – С. 181-186.

262. Рекуненко І. І. Методи роботи рейтингових агентств у період фінансової кризи / І. І. Рекуненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Т. 26. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – С. 102–110.
263. Рекуненко І. І. Науково-методичні аспекти дослідження поняття «інфраструктура» як економічної категорії / І. І. Рекуненко // Экономика и управление. – 2012. – № 3. – С. 57–62.
264. Рекуненко І. І. Організаційно-економічний механізм саморегулювання на фінансовому ринку / І. І. Рекуненко // Інноваційна економіка. – 2011. – № 1. – С. 209–213.
265. Рекуненко І. І. Особливості діяльності саморегулювних організацій на ринку фінансових послуг / І. І. Рекуненко, Є. П. Бондаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2010. – Т. 29. – С. 394–407.
266. Рекуненко І. І. Особливості оподаткування операцій з цінними паперами / І. І. Рекуненко, Я. С. Лук'яненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2012. – Т. 34. – С. 261–267.
267. Рекуненко І. І. Особливості правового регулювання інфраструктури фінансового ринку в сучасних умовах / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – № 2. – С. 13–17.
268. Рекуненко І. І. Проблеми застосування фондових індексів в Україні / І. І. Рекуненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XV Всеукраїнської науково-практичної конференції (8-9 листопада 2012 р.) / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2012. – С. 172-173.

269. Рекуненко І. І. Проблеми здійснення транскордонних операцій з цінними паперами / І. І. Рекуненко // Вісник Академії митної служби України. Серія : «Економіка». – 2012. – № 2. – С. 124-130.
270. Рекуненко І. І. Проблеми регіонального розвитку фондового ринку України / І. І. Рекуненко, Я. С. Лук'яненко // Перспективи розвитку и пути совершенствования фондового рынка: тезисы докладов IV Всеукраинской научно-практической конференции, Симферополь-Судак, 03-07 октября 2012 / под. ред. М. Ю. Куссого. – Симферополь : ТНУ, 2012. – С. 76-78.
271. Рекуненко І. І. Проблеми регіональної інфраструктури фондового ринку України / І. І. Рекуненко // Фінансово-кредитний механізм в соціально-економічному розвитку країни : збірник тез доповідей II Міжнародної науково-практичної конференції (25-26 січня 2012 р.). – Макіївка: МЕРІ. – 2012. – С. 172-173.
272. Рекуненко І. І. Рекапіталізація банків як один із способів підвищення довіри вкладників / І. І. Рекуненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції (12-13 листопада 2009 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009. – Т. 2. – С. 56-57.
273. Рекуненко І. І. Роль Варшавської фондової біржі в залученні фінансових ресурсів вітчизняними емітентами / І. І. Рекуненко, І. Ю. Педченко, С. Ю. Педченко // Теоретичні та практичні аспекти розвитку сучасної економіки : Матеріали XXI Міжнародної науково-практичної конференції, (Львів, 28-29 грудня 2012 року) : У 3-х частинах / Громадська організація «Львівська економічна фундація». – Львів : ЛЄФ, 2012. Ч. 1. – С. 56-58.
274. Рекуненко І. І. Роль депозитаріїв в функціонуванні депозитарної системи України / І. І. Рекуненко // Науковий вісник Буковинського державного

фінансово-економічного університету. Економічні науки : збірник наукових праць. – 2012. – № 2. – С. 138-148.

275. Рекуненко І. І. Роль іноземного капіталу в банківській системі України / І. І. Рекуненко, В. Л. Пластун // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону: Науковий збірник. – Івано-Франківськ: ВДВ ЦІТ Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника. – 2007. – Випуск 3. – Т.2. – С. 41-47.
276. Рекуненко І. І. Роль інфраструктури фондового ринку в розвитку фінансового ринку / І. І. Рекуненко // за матеріалами V Міжнародної науково-практичної конференції «Найновітні наукові досягнення – 2009», Том 3. Економіка. – Софія «Бял ГРАД-БГ» ООД. – 2009 – С. 26-29.
277. Рекуненко І. І. Роль корпоративного кредитного рейтингу у становленні фондового ринку України / І. І. Рекуненко // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – № 3. – С. 42-49.
278. Рекуненко І. І. Роль муніципальних облігацій на ринку місцевих запозичень / І. І. Рекуненко, О. В. Котляревський // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. Серія : Економічні науки : Випуск 22 : У двох частинах / М-во освіти і науки України, Черкас. держ. технолог. ун-т. – Черкаси : ЧДТУ, 2009. – Частина II. – С. 40-44.
279. Рекуненко І. І. Роль саморегульованих організацій у розвитку фінансового ринку України / І. І. Рекуненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (28-29 жовтня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – Т. 2. – С. 180-182.

280. Рекуненко І. І. Роль та місце інфраструктури ринку в ринковій економіці / І. І. Рекуненко, Р. В. Коробка // Вісник Української академії банківської справи. – 2011. – № 2. – С. 20–24.
281. Рекуненко І. І. Роль та місце інфраструктурних суб'єктів на фінансовому ринку / І. І. Рекуненко // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2012. – Вип. 11. – Частина 4. – С. 136-140.
282. Рекуненко І. І. Стратегічне планування розвитку інфраструктури фінансового ринку України / І. І. Рекуненко // Перспективы развития и пути совершенствования фондового рынка: тезисы докладов IV Всеукраинской научно-практической конференции, Симферополь-Судак, 03-07 октября 2012 / под. ред. М. Ю. Куссого. – Симферополь : ТНУ, 2012. – С. 103-106.
283. Рекуненко І. І. Сучасні проблеми привласнення суверенних кредитних рейтингів / І. І. Рекуненко, М. М. Бричко // Перспективи розвитку та шляхи вдосконалення фондового ринку: тези доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції (17-20 грудня 2009 р.). – Симферополь: Інформаційно-видавничий відділ ТНУ, 2009. – С. 38-39.
284. Рекуненко І. І. Управління ризиками при здійсненні маржинальних операцій на фондовому ринку / І. І. Рекуненко, Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 1. – С. 38–43.
285. Рекуненко І. І. Функції інфраструктури фінансового ринку / І. І. Рекуненко // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 9. – С. 244–249.
286. Рекуненко І. Практичні аспекти застосування вітчизняних фондових індексів / І. І. Рекуненко, Є. І. Бондарев // Вісник НБУ. – 2013. – № 5. – С. 46-53.

287. Рекуненко І. Проблеми розвитку інноваційно-інформаційної підсистеми інфраструктури фондового ринку в регіонах України / І. І. Рекуненко // Роль вищих навчальних закладів у розвитку та популяризації фондового ринку України : матеріали Всеукраїнської науково-практичної конференції (Київ, 24 лютого 2012 р.). – К. : КНЕУ, 2012. – С. 50.
288. Рибчук А. В. Глобальна виробнича інфраструктура в системі світового господарства / А. В. Рибчук // Актуальні проблеми економіки. – 2004. – № 11. – С.69-77.
289. Річний звіт ВДЦП [Електронний ресурс] : Річні звіти ВДЦП. – 2011. – 88 с. – Режим доступу : http://www.ausd.com.ua/content/doc/annual_reports/Zvit_2011.indd.pdf.
290. Річний звіт НДУ [Електронний ресурс] : Річні звіти НДУ. – 2011. – 52 с. – Режим доступу : http://csd.ua/images/stories/pdf/ndu_annual_report_2011.pdf. – Законодавство України.
291. Річний звіт НКЦПФР 2011 [Електронний ресурс] : Річні звіти НКЦПФР. – Режим доступу : http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf. – Законодавство України.
292. Річні звіти емітентів [Електронний ресурс] : Інформаційний ресурс Stockmarket. – Режим доступу : <http://stockmarket.gov.ua/db/yearreports>.
293. Річні звіти НКЦПФР 2010-2007 рр. [Електронний ресурс] : Річні звіти НКЦПФР. – Режим доступу : <http://nssmc.gov.ua/activities/annual>.
294. Родцевич С. М. Теоретичні аспекти інфраструктури та її впливу на економічне зростання в перехідній економіці / С. М. Родцевич // Формування ринкових відносин в Україні. – 2002. – № 4. – С. 85-89.
295. Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 352 с.
296. Рябініна Л. Теорія і практика кредитних відносин в Україні / Л. Рябініна / Вісник НБУ. – 2002. – № 1. – С. 26–29.
297. Савощенко А. С. Інфраструктура товарного ринку : навчальний посібник / А. С. Савощенко. – К. : КНЕУ, 2005. – 336 с.

298. Самуэльсон П. Экономика : учебник / П. Самуэльсон. – М. : Машиностроение : НПО “АЛГОН”, 1994. – Т. 2. – 415 с.
299. Свинцов А. Сколько стоит брокерский бизнес? / А. Свинцов // Рынок ценных бумаг. – 2012. – № 6. – С. 22–24.
300. Сводные материалы по результатам работы тематических групп Проектной группы по совершенствованию финансовой инфраструктуры и регулированию финансового рынка [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.mfc-moscow.com/assets/files/analytics/PG1.doc>.
301. Сизов Ю. С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт / Ю. С. Сизов. – М. : Планета 2000, 1999. – 280 с.
302. Синицина Д. Г. Основные характеристики и роль теплоэнергетического комплекса в развитии территориальной хозяйственной системы / Д. Г. Синицина // Балтийский экономический журнал. – Калининград : Изд-во БИЭФ, 2009. – № 2. – С. 124–134.
303. Синяков Р. Фондовая логистика: сущность, инфраструктура и направления развития / Р. Синяков // РИСК: Ресурсы. Информация. Снабжение. Конкуренция. – 2010. – № 4. – С. 19-21.
304. Скобелева И. П. Инфраструктура финансового рынка России: пути совершенствования и тенденции развития / И. П. Скобелева, О. В. Малиновская // Финансы и кредит. – 2012. – № 28. – С. 2-9.
305. Смолянська О. Ю. Фінансовий ринок: навчальний посібник / О. Ю. Смолянська. – К. : Центр навчальної літератури, 2005. – 384 с.
306. Солодкий М. О. Біржовий ринок. – К. : Джерела М, 2002. – 336 с.
307. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура / Дж. Сорос // Вопросы экономики. – 2000. – № 12. – С. 56–84.
308. Старчієнко О. Маркет-мейкери у системі ринкових відносин [Електронний ресурс] / О. Старчієнко. – Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/076.htm.

309. Статистика Международной ассоциации бирж стран СНГ // Бюллетень биржевой статистики. – 2011. – 45 с.
310. Статистика Международной ассоциации бирж стран СНГ // Бюллетень биржевой статистики. – 2010. – 44 с.
311. Статистика Международной ассоциации бирж стран СНГ // Бюллетень биржевой статистики. – 2009. – 41 с.
312. Стаханов В. Н. Экономика инфраструктуры общественного производства : учебное пособие / В. Н. Стаханов. – Ростов на Дону : Феникс, 1989. – 212 с.
313. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В. М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.
314. Сухоруков О. Який Фонд гарантування інвестицій потрібен інвесторам? [Електронний ресурс] / О. Сухоруков. – Режим доступу: <http://univer.ua/ua/in-the-press/vkurse-ua-yakiiy-fond-garantu-vannya-investicsiiy-potriben-investoram>.
315. Сысоева Е. Ф. Инфраструктура российского фондового рынка: состояние, проблемы и пути решения / Е. Ф. Сысоева, Е. С. Попова // Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России : сборник статей международной научно-практической конференции (пятое заседание 25.11.2009). – Воронеж : Научная книга, 2010. – С. 83–86.
316. Теоретико-методологічні основи дослідження процесів формування стратегії сталого розвитку соціально-економічної системи в умовах інтеграції та глобалізації : монографія / за заг. ред. І. Ю. Швець. – Сімферополь : ДІАЙП, 2013. – 296 с.
317. Терехов Є. М. Визначення впливу диференційованого підходу на розвиток карткового бізнесу / Є. М. Терехов, С. М. Новак, І. І. Рекуненко // Вісник СНАУ. – (Серія “Економіка та менеджмент”). – 2005. – № 3–4. – С. 32–39.

318. Терехов Є. М. Вплив рекламних заходів на розвиток карткових проектів / Є. М. Терехов, С. М. Новак, І. І. Рекуненко // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми : Вид-во Сумського державного університету. – 2005. – № 3. – С. 90–96.
319. Тихонов С. Проблеми та перспективи розвитку національної депозитарної системи [Електронний ресурс] / С. Тихонов. – Режим доступу : http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/013.htm.
320. Ткач А. А. Інституціональні основи ринкової інфраструктури : монографія / А. А. Ткач. – К. : Об'єднаний інститут економіки НАН України, 2005. – 295 с.
321. Ткач А. А. Інфраструктура ринку: транзакційний вимір // Академічний огляд. – 2004. – №1. – С. 12-15.
322. Ткаченко Н. Шляхи розвитку посередництва на страховому ринку України / Н. Ткаченко // Вісник КНТЕУ. – 2007. – № 6. – С. 77–84.
323. Толкунова Е. В. Формирование региональных факторинговых систем как элемента рыночной инфраструктуры : дис. канд. экон. наук : 08.00.05, 08.00.10 / Е. В. Толкунова. – Орел, 2005. – 174 с.
324. Транскордонні перекази за підсумками 2011 року / За матеріалами управління нагляду (оверсайта) за платіжними системами та системами розрахунків Національного банку України // Вісник НБУ. – 2012. – № 3. – С. 18–22.
325. Трифоненкова Т. Ю. Центральний депозитарий как элемент международного финансового центра / Т. Ю. Трифоненкова // Мировая экономика – 2010. – № 16(40). – С.11-17.
326. Управління фінансовою інфраструктурою національної економіки України : монографія / за заг. ред. д-ра фіз.-мат. наук, проф. С. О. Смирнова / С. О. Смирнов, О. М. Грабчук, М. В. Корнєєв та ін. – Дніпропетровськ, 2011. – 187 с.

327. Федоренко В. Г. Инвестознавство : підручник / В. Г. Федоренко. – 2-ге вид., переробл. – К. : МАУП, 2002. – 408 с.
328. Федорова Е. А. Статистическое моделирование оценки изменения эффективности фондового рынка и ее практическое применение / Е. А. Федорова // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – №6. – С. 243-249.
329. Федосов В. М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В.М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львовочкін // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 3–21.
330. Федотов А. Инфраструктура фондового рынка Украины / А. Федотов // Рынок ценных бумаг. – 1997. – № 2. – С.48-52.
331. Федько В. П. Инфраструктура рынка : генезис проблемы / В. П. Федько, А. У. Альбеков, А. М. Комарова. – Ростов-на-Дону, 1996. – 221 с.
332. Федько В. П. Инфраструктура товарного рынка : учебник для вузов / В. П. Федько, Н. Г. Федько. – Ростов-на-Дону : Феникс, 2000. – 512 с.
333. Фомин А. О. Возможности манипулирования фондовыми индексами [Электронный ресурс] / А. О. Фомин. – Режим доступа : http://www.csef.ru/index.php?option=com_csef&view=article&aid=642&Itemid=128&lang=ru.
334. Фондовый рынок : учеб. пособ. для студентов экон. вузов / Н. И. Берзон, Е. А. Буянова, М. А. Кожевников, А. В. Чаленко. – М. : Вита-Пресс, 1998. – 400 с.
335. Хейнман С. А. Научно-техническая революция и структурные изменения в экономике СССР / С. А. Хейнман // Коммунист. – 1969. – № 14. – С. 73–74.
336. Ховард К. Экономическая теория : учебник для вузов / К. Ховард, Г. Журавлева, Н. Эриашвили. – М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 278 с.
337. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг : навчальний посібник / В. П. Ходаківська, О. Д. Данілов. – Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. – 501 с.

338. Ходжсон Дж. Экономическая теория и институты: Манифест современной институциональной экономической теории. – М. : Дело, 2003. – 464 с.
339. Хьюїт М. Саморегульвні організації (СРО) / М. Хьюїт // Проект ЄС “Посилення сектору фінансових послуг України”. – 2009. – № 7. – С. 10.
340. Чалдаева Л. А. Фондовая биржа. Организационно-управленческие структуры : монография / Л. А. Чалдаева. – М. : Экзамен, 2002. – 320 с.
341. Череп А. В. Инвестознавство : навчальний посібник / А. В. Череп. – К. : Кондор, 2006. – 98 с.
342. Чернишова Л. І. Використання сучасних технологій в розрахункових операціях банку / Л. І. Чернишова, Д. С. Журавський // Інноваційна економіка. – 2012. – № 4. – С. 242–246.
343. Чернов В. П. Моделирование процесса формирования рыночной инфраструктуры / В. П. Чернов, Ю. Н. Эйснер. // Известия Санкт-Петербургского ун-та экономики и финансов. – 2002. – № 1. – С. 5-19.
344. Чернявский И. Ф. Инфраструктура и эффективность общественного производства / И. Ф. Чернявский // Вопросы экономики. – 1982. – № 7. – С. 21–27
345. Чинчикеев В. Украинские кастодианы: желаемое и действительность [Электронный ресурс] / В. Чинчикеев // Акционер. – 2002. – № 2. – Режим доступа : – http://bg-is.com/index.php?option=com_content&view=article&id=54:2010-07-14-13-56-37&catid=19:2010-07-12-23-19-00&Itemid=69.
346. Шаго Е. История ценообразования на рынке брокерских услуг / Е. Шаго // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 17. – С. 50–53.
347. Шапран В. С. Международные финансово-кредитные организации / В. С. Шапран // Банковское дело. – 2009. – № 9. – С 58–61.
348. Шапран В. С. Модель (структура) ринку корпоративних цінних паперів та його інфраструктура / В. С. Шапран // Фондовый рынок. – 2002. – № 15. – С. 18-25.

349. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : навч. посібник / В. М. Шелудько. – К. : Знання-прес, 2002. – 535 с.
350. Шенцис Б. Оценка состояния финансовой архитектуры регионов / Б. Шенцис, П. Лансков // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 9. – С. 46–48.
351. Шкодiна І. В. Проблеми розвитку iнфраструктури фондового ринку України в посткризовий перiод / І. В. Шкодiна // Вісник Університету банківської справи Національного банку України. – 2012. – № 1. – С. 31–35.
352. Школьник І. О. Структура фінансового ринку країни в умовах розвитку ринкових відносин / І. О. Школьник, І. І. Рекуненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Т. 21. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2007. – С. 89–97.
353. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія. – Суми : ВВП “Мрія” ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
354. Шпанко А. Про сутність поняття «стратегічна конкурентоспроможність» / А. Шпанко // Економіка України. – 2007. – № 6. – С. 45-49.
355. Шубін О. О. Інфраструктура товарного ринку : теоретичні засади : підручник / О. О. Шубін. – К. : Знання, 2009. – 379 с.
356. Шульга І. П. Вплив державного регулювання та саморегулювання діяльності фінансових посередників на ринку цінних паперів на їх економічну безпеку [Електронний документ] / Ефективна економіка. – Електронне наукове фахове видання. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=308>.
357. Шульга О. Особливості вдосконалення національної депозитарної системи України / О. Шульга // Банківська справа. – 2011. – № 6. – С. 48-54.
358. Экономическая теория : учебник / под общ. ред. В. И. Видяпина, А. И. Добрынина, Г. П. Журавлевой, Л. С. Тарасевича. – М. : ИНФРА-М, 2003. – 713 с.

359. Юрій С. М. Вплив фінансового ринку на розвиток національної економіки / С. М. Юрій, О. М. Штефанович // Науковий вісник. – Чернівецький торг.-екон. ін-т КНТЕУ. – 2009. – № 2. – С. 359–366.
360. Яковлева С. И. Функциональное определение инфраструктуры в региональных науках / С. И. Яковлева // Регионология. – 4/2001-1/2002. – С. 256–263.
361. Якубовський М. Інфраструктура – фактор прискорення інноваційного розвитку промисловості / М. Якубовський, В. Щукін // Економіка України. – № 2. – 2007. – С.27-38.
362. Якушева А. Поставка против платежа в расчетных системах / А. Якушева // Депозитариум. – 2007. – № 3. – С. 3–7.
363. Ястремська О. М. Інфраструктура товарного ринку / О. М. Ястремська, Д. В. Райко. – Харків : ВД “Інжек”, 2006. – 216 с.
364. Allen F. Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies / F. Allen, D. Gale // Journal of Financial Intermediation. – 1999. – № 8. – P. 68-89.
365. Amel D. Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence / D. Amel, C. Barnes, F. Panetta, C. Salleo // Journal of Banking and Finance. – 2004. – № 28. – P. 2493-2519.
366. Beck T. Finance and the Sources of Growth / T. Beck, R. Levine, N. Loayza // Journal of Financial Economics. – 2000. – № 58. – P. 261-300.
367. Beck T., Levine R. Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence / T. Beck, R. Levine // Journal of Banking and Finance. – 2004. – № 28. – P. 423-442.
368. Beechey M. The Efficient Market Hypothesis: a Survey / M. Beechey, D. Gruen, J. Vickery // Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper № 2000-01, 2000. – P. 4.
369. Bencivenga V. Financial Intermediation and Endogenous Growth / V. Bencivenga, B. Smith // Review of Economic Studies. – 1991. – № 58. – P. 195-209.

370. Boot A. Financial systems architecture / A. Boot, A. Thakor // Review of Financial Studies. – 1997. – № 10. – P. 693-733.
371. Boot A. W. Financial System Architecture / A. W. Boot, A. V. Thakor // The Review of Financial Studies. – 1997. – Vol. 10. – № 3. – P. 693–733.
372. Chaplinsky S. The Impact of Global Equity Offerings / S. Chaplinsky, L. Ramchand // Journal of Finance. – 2000. – Vol. 55. – P. 2767-2789.
373. Commons J. R. Institutional Economics. / J. R. Commons. – Madison: University of Wisconsin Press, 1934. – 921 p.
374. Delivery versus payment in securities settlement systems // Basle: Bank for International Settlements. – 1992. – P. 16–24.
375. Demirguc-Kunt A. Financial Structure and Economic Growth : A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development / A. Demirguc-Kunt, R. Levine. – The MIT Press: Cambridge, 2001. – 444 p.
376. Fabozzi J. Capital markets: institutions and instruments / J. Fabozzi, E. Modigliani. – Prentice Hall Inc. – 2006. – 23 p.
377. Factors Chain International Annual Review [Electronic resource]. – Access : http://www.fci.nl/images/fci_annual_review_2012.pdf.
378. Fama E. Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work. // The Journal of Finance. – Vol. 25, № 2, Papers and Proceedings of the Twenty Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N. Y. December, 1969. (May, 1970) – P. 383–417.
379. Financing Sustainability: Insights for Investors, Corporate Executives, and Policymakers / M. Kerste, N. Rosenboom, B. J. Sikken, J. Weda. – VU Uitgeverij, 2011 – 224 c.
380. FTSE quality of markets criteria (Europe Emerging) as at March 2012 [Electronic resource] – Access : http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe_Emerging_Matrix_March_2012.pdf.
381. FTSE quality of markets criteria (Europe Frontier) as at March 2012 [Electronic resource] – Access : <http://www.ftse.com/Indices/>

- Country_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe_Frontier_Matrix_March_2012.pdf.
382. FTSE quality of markets criteria (Europe Developed) as at March 2012 [Electronic resource] – Access : http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe_Developed_Matrix_March_2012.pdf.
383. Galper J. Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories. A working paper / J. Galper – Paris : FIBV, 2000. – 45 p.
384. Globetax [Electronic resource] – 2011. – Access : http://www.globalexchange.com/ua/assets_listings.
385. Hartmann P. The Euro-Area Financial System : Structure, Integration and Policy Initiatives / P. Hartmann, A. Maddaloni, S. Manganello // European Central Bank Working Paper Series. – 2003. – № 230. – 54 p.
386. Hasenpusch T. P. Clearing Services for Global Markets : A Framework for the Future Development of the Clearing Industry / T. P. Hasenpusch // Cambridge University Press, 2009. – 568 p.
387. Holscher J. Money and Credit Market Integration in the Run Up of EU Eastern Enlargement . University of Brighton. – 2003. – 24p.
388. Hupkes E. Accountability Arrangement; for Financial Sector Regulators. – International Monetary Fund. – 2006. – P. 24.
389. Jochimsen R. Theorie der Infrastruktur / R. Jochimsen // Jübingen. – 1966. – P. 133-135.
390. King R., Levine R. Finance, Entrepreneurship and Growth Theory and Evidence / R. King, R. Levine // Journal of Monetary Economics. – 1993. - № 32. – P. 513-542.
391. Krosinsky C. Evolutions in Sustainable Investing: Strategies, Funds and Thought Leadership / C. Krosinsky, N. Robins, S. Viederman. – John Wiley & Sons, 2011 - 470 c.

392. Krosinsky C. Sustainable investing: the art of long-term performance / C. Krosinsky, N. Robins. – Earthscan, 2008 - 244 c.
393. Levine R. Bank-based or market-based financial systems: which is better? / Levine R. // *Journal of Financial Intermediation*. – 2002. - № 11(4). – P. 398-428.
394. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda / R. Levine // *Journal of Economic Literature*. – 1997. – № 35. – P. 688-726.
395. Levine R.. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes / R. Levine, N. Loayza, T. Beck // *Journal of Monetary Economics*. – 2002. – № 46. – P. 31-77.
396. Market Highlights WFE 2011 // World Federation of Exchanges. – 2012. – № 1. – 18 p.
397. Morrison J. The operational challenges of OTC clearing // *The Magazine of the Futures Industry*. – 2010. – № 6. – P. 27.
398. Moskow M. Financial Infrastructure in Emerging Economies / M. Moskow // *Journal of Financial Intermediation*. – 2002. – № 11. – P. 354–361.
399. North D. C. Institutions, transaction costs, and economic growth / D. C. North. // *Economic Inquiry*. – 1987. – v. 25. – №3. – p. 117 – 123.
400. Petersen M. The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships / M. Petersen, R. Rajan // *Quarterly Journal of Economics*. - 1995. – № 110. – P. 407-443.
401. Rekunen I. Features and operation of stock market trading infrastructure / I. Rekunen // *Nauka i studia (Ekonomiczne nauki)*. – 2013. – № 13. – p. 66-74.
402. Rekunen I. Impact of infrastructure on the stability of the financial market / I. Rekunen // *Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика [Текст] : збірник тез доповідей VII Міжнародної науково-практичної конференції (24-25 травня 2012 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний*

- заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2012. – Т. 1. – С. 48.
403. Rekunen I. The role of a financial market and its infrastructure in the stability of a country’s financial system / I. Rekunen // *Socio-economic Research Bulletin*. – 2012. – № 3 (Part 1). – P. 123-128.
404. Rekunen I. The Ukrainian usage effect of the finance market self-regulation / I. Rekunen // *Corporate ownership & control*. – 2011. – № 2 (8). – P. 131-134.
405. North D. C. Institutions, transaction costs, and economic growth / D. C. North. // *Economic Inquiry*. – 1987. – v. 25. – №3. – p. 117–123.
406. Rosenstein-Rodan P. Notes on the Theory of the “Big Push”. – *Economic Development for Latin America*. – 1961. – № 4. – P. 60.
407. Schinasi G. J. Defining Financial Stability // *IMF Working Paper*. – 2004. – № 10. – 19 p.
408. Schwartz R. A. Equity markets: structure, trading, and performance / R. A. Schwartz // *New York : Harper & Row*, 1988. – P. 139-142.
409. Simon H. Theories of Decision-Making in Economics and Behavioural Science // *Decisions.Organizations, and Society* / F.G. Castles e. a. (eds.). Baltimore; etc.: Penguin Books, 1971. – P. 48.
410. Statistic of stock exchange [Electronic Resource] // *World Federation of Exchanges*. – Access : <http://www.world-exchanges.org/statistics>.
411. Staub-Bisang M. Sustainable Investing for Institutional Investors: Risk, Regulations and Strategies / Mirjam Staub-Bisang. – *John Wiley & Sons*, 2012 – 832 с.
412. Strasser K. Socially Responsible Investment: How Sustainable are Socially Responsible Investments? / Kerstin Strasser. – *GRIN Verlag*, 2011 - 28 с.
413. Tadesse S. Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence / S. Tadesse // *William Davidson Working Paper*. – 2001. – № 449. – 39 p.

414. The Annual Statistical Enquiry is Leaseurope's [Electronic resource] / The Voice of leasing and automotive rental in Europe. – 2010. – Access : <http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202010.pdf>.
415. The Annual Statistical Enquiry is Leaseurope's [Electronic resource] / The Voice of leasing and automotive rental in Europe. – 2011. – Access : <http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202011.pdf>.
416. Tomova B. Market mechanisms of financing culture in accession countries / Tomova B. // Final Research Paper OSI International Policy Fellowship. – 2003. – 110 p.
417. Trew A. Finance and Growth a Critical Survey / A. Trew // The Economic Record. The Economic Society of Australia. – 2006 - № 82 (259). – P. 481-490.
418. Schmukler S. Globalization and Firms' Financing Choices: Evidence from Emerging Economies / Schmukler S., Vesperoni E. // World bank Policy Research 2011 WFE Market Highlights / World Federation Of Exchanges. – Режим доступа : <http://www.world-exchanges.org>.
419. Unerman J. Sustainability accounting and accountability / Jeffrey Unerman, Jan Bebbington. – Taylor & Francis, 2007 - 362 с.
420. Yamin M. Infrastructure or foreign direct investment? An examination of the implications of MNE strategy for economic development / M. Yamin, R. Rudolf // Journal of World Business. – 2009. – № 44. – P. 144–157.

Додатки

Додаток А

Таблиця А.1 – Структуризація підходів до визначення понять “інфраструктура” та “ринкова інфраструктура” (складено автором)

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Перший підхід-виробничий	Розенштейн Родан П.	Умови навколишнього середовища, необхідні для того, щоб приватна промисловість була в змоззі зробити перший ривок	–	Rosenstein Rodar P. Notes on the Theory of the “Big Push”. – Economic Development for Latin America- 1961– № 4.– P. 60
	Маркс К.	Створені людиною умови в процесі виробничої діяльності	–	Маркс К. Капитал / К. Маркс, Ф. Енгельс. Політиздат. 1956– т. 23– 785 с.
	Носова С.	Сукупність галузей, об’єктів, споруд забезпечують загальні умови виробництва, які необхідні для ефективного розвитку економіки в цілому та повсякденного проживання людей будь-якій території	Загальні умови, забезпечують ефективне функціонування ринку відносин	Носова С.С. Экономическая теория: краткий учебное пособие для студентов учебных заведений. М.: Гуманитарный издательский ВЛАДОС, 2004 288 с. Носова С.С. Экономическая теория / С.С.Носова.- 2 изд., стер. М.: КНОРУС, 2008. 800 с.
Другий підхід-галузевий	Мельник Л.	Сукупність галузей, підприємств та організацій, що входять у ці галузі, в їх діяльності, що покликані забезпечувати, створити умови для нормального функціонування виробництва та обігу товарів, а також життєдіяльності людей	–	Мельник Л. Экономика и информация или информация в экономике. Энциклопедический словарь Мельник- Университетская книга”, 2004 312 с.
	Голиков А.П., Олійник Я.Б., Степаненко В.	Сукупність галузей господарства, що обслуговують виробництво і населення	–	Голиков А. П. Вступ до економічної і соціальної географії : підручник / А. Голиков, Я. Олійник, В. Степаненко. К.: Либідь, 1997 320 с.
	Каренов Р.	–	Комплекс галузей, підгалузей та сфер діяльності, головна задача яких зводиться до доведення товарів в	Каренов Р.С. Терминология рыночной экономики и бизнеса. / Р. Каренов.- Алматы: Гылым, 1994. 312с.

Продовження додатку А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Третій підхід – інституційний			виробництва до споживачів	
	Райзберг А.	Комплекс галузей, що обслуговують виробничу і соціальну сферу народного господарства	–	Курс економіки / під ред. А. Райзберга. – М.: ИНФРА-М, 1997. 720 с.
	Борисов Ф.	Сукупність взаємопов'язаних діяльностей галузей та видів виробництва, що забезпечують загальні умови виробничої життєдіяльності людей	–	Борисов Е.Ф. Економіка / Борисов Е.Ф., АА. Петров, Ф. Стреліков. – М.: Финансы и статистика, 1997. 400 с.
	Мочерний В.	Сукупність різноманітних установ та інститутів, а також визначених видів діяльності, які забезпечують рух об'єктів власності	–	Основы экономической теории / С.В.Мочерный, В.Симоненко, В.Секретарюк, А.А.Устенко / под общ. ред. В.Мочерного. К.: Обво “Знання”, КОО, 2007. 300 с. Мочерний В. Економічна теорія / С.В.Мочерний. К.: Видавничий центр “Академія”, 2002. – 656 с.
	Мочерний В.	–	Сукупність різноманітних установ і інститутів, які забезпечують рух грошей, цінних паперів, робочої сили, засобів виробництва, предметів споживання, послуг, інтелектуальної власності, валюти та ін.	Мочерний С. В. Основи економічних знань : підручник / С. В. Мочерний. Видавничий центр “Академія” 2002. – 312 с.
	Гальчинський А.С.	–	Система підприємств і організацій забезпечують рух товарів, послуг, грошей, цінних паперів, робочої сили	Гальчинський А. С. Основи економічної теорії / А. С. Гальчинський, О.Єщенко, Ю.І.Палкін. – К.: Вища школа, 1994. 71 с.
	Клюня В.Л.	–	Сукупність інститутів ринку, які обслуговують та забезпечують рух товарів та послуг, капіталів та робочої сили	Основы экономической теории : учебное пособие / В.Л.Клюня, М.П.Зеленкевич, В.И.Чеченко др.; под ред. В.Л.Клюни. – Мн.: НКФ “Экоперспектива”, 1996. 336 с.
	Журавльова П.	–	Взаємопов'язана система інституцій, що діють у межах	Журавлева П. Вводный курс по экономической теории : учебник для лицеев. Журавлева.

Продовження додатку А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Третій підхід-інституційний		–	особливих ринків і які виконують визначені функції	М.: ИНФРАМ, 1997- 368с.
	Дзюбик Д.	–	Сукупність інститутів, які прискорюють процес укладання і здійснення ринкових угод	Дзюбик Д. Основи економічної теорії: навчальний посібник / Д. Дзюбик, С.Ривак- 2-ге вид., перероб доп.– К.: Знання, 2008-491 с.
	Іохін ВЯ.	–	Система спеціалізованих організацій, покликані сприяти функціонуванню окремих ринків	Иохин ВЯ. Экономическая теория: введение в рынок микроэкономический анализ / В. Иохин.- М.: ИНФРАМ, 1997- 512 с.
	Михайлов А., Шило ДД.	–	Сукупність підприємств, установ та організацій, що забезпечують ефективну взаємодію між основними суб'єктами ринкових взаємовідносин – продавцями та покупцями	Михайлов А. Основы рыночной экономики: Экономическая теория учебное пособие для студентов высших учебных заведений / А. Михайлов, Д. Шило. – К.: Европейский университет финансов, информационных систем, менеджмента и бизнес 248 с.
	Базилевич Д.	–	Комплекс інститутів, служб, підприємств та організацій, які забезпечують нормальний режим безперебійного функціонування ринку	Економічна теорія: Політехнологічний підручник / за ред. В.Д.Базилевича.7-ме вид. стереотипне. К.: ЗнанняПрес, 2008– 719 с.
	Задоя АА., Петруня Ю.	–	Сукупність інститутів, що забезпечують обіг різноманітних товарів	Задоя АА. Основы экономики учебное пособие АА. Задоя, ЮЕ. Петруня.К.: Вища школаЗнання, 1998. 478 с.
	Ніколенко Ю.	–	Система державних приватних і громадських інститутів (організацій і установ) і технічних засобів, що обслуговують інтереси суб'єктів ринкових відносин, забезпечують їхню ефективну взаємодію	Основи економічної теорії підручник / за заг. ред. Ю.В.Ніколенка.3-ге вид.- К.: ЦУЛ, 2003.504с.
	Ніколенко Ю.	–	Система підприємств і організацій, які забезпечують рух товарів, послуг, грошових коштів, робочої сили	Політехнологічний підручник за заг. ред. Ю.Ніколенка.3-ге вид.- К.: ЦУЛ, 2003.412 с.

Продовження додатку А.1

	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку” “ринкова інфраструктура”	
Підхід	Герасимчук В., Подерня Масюк Ю.А.	Сукупність організацій, установ, посередників, які виконують завдання яких полягає в обслуговуванні якої соціально-економічної системи для забезпечення нормальної діяльності даної системи	–	Герасимчук В. Економічна сутність сфери інфраструктури регіону // Герасимчук, Ю.А. Подерня Масюк // Економічні науки / Серія “Регіональна економіка” : зб. наук. праць / освіти і науки України, Луцький технічний університет – 2008.– № 5(17), ч. 2. С. 6-14
	Муфтієв Г.	–	Каркас ринку, що являє собою розгалужену та взаємопов’язану мережу підприємств та господарств для обслуговування процесів обміну та руху товарів	Муфтієв Г. Г. Рынок средств производства в системе региональной экономики // Наука, 1993.– 112 с.
	Новиков В.А.	–	Сукупність державних і недержавних підприємств та установ, що забезпечують функціонування ринків товарного, фінансового, зовнішньоторгового та робочої сили	Новиков В.А. Толковый словарь: термины рыночной экономики // В.А. Новиков – М.: Наука, 1994.– 233с.
	Сизов ЮС.	Сукупність систем, що забезпечують функціонування ринку	–	Сизов ЮС. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России // Московский опыт / ЮС Сизов – М.: Планета 2000, 1999.– 280 с.
	Козельська Н.	Сукупність посередників на ринку, що забезпечують ефективні взаємовідносини між виробниками та споживачами товарів, між кінцевими позичальниками та кредиторами	–	Козельская И. Инфраструктурное обеспечение функционирования рынка транзитивной экономики / И.Козельская. Саратов Изд. центр СГЭА, 1997.– 72 с.
	Галанов В.А., Басов А. І.	Сукупність організацій, що обслуговують ринок та спеціалізуються на наданні послуг для всіх його учасників	–	Рынок ценных бумаг: учебник / под ред. В.А.Галанова, М.Басова – М.: Финансы и статистика, 1996.– 52 с.

Продовження додатку А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Четвертий підхід-обслуговуючий	Чернявський І.Ф.	Сукупність спеціалізованих виробничих діяльностей, функції яких полягають у на основним галузям послубничого і соціального призначення з метою забезпечення ефективного функціонування загальнонародної кооперації праці й отримання високих к результатів	–	Чернявський І.Ф. Инфраструктура и эффективность общественного производства // Вопросы экономики 1982– № 7.– С. 2427
	Рибалкін В., Бодров В.	Комплекс галузей, систем, служб, підприємств, які обслуговують ринок	–	Політична економія: навчальний посібник / за ред. В.О.Рибалкіна, В.Бодрова- К.: Академвидав, 2007. 72 с.
	Воробйов М.	–	Комплекс організаційних і правових норм, які опосередковують рух товарів і послуг на ринку, або сукупні установ та інститутів, що обслуговують ринок	Воробйов М. Економічна теорія. Модульний курс: навчальний посібник М.Воробйов-Х.: Торсінг плюс, 2009. 320 с.
	Ховард К., Журав льова П.П.	Сукупність організаційних форм, що опосередковують рух товарів та послуг, актив купівлі-продажу, або сукупність галузей, сі служб, підприємств, що обслуговують ринок та виконують визначені функції забезпеченню нормально режиму його функціонування	–	Ховард К. Экономическая теория учебник для вузов / К. Ховард, Г. Журавлева, И. Швили. М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1978 с. Экономическая теория учебник / под общ. ред. В.И.Видяпина, М. Добрынина, Г.П.Журавлевой, С.Тарасевича.М.: ИНФРАМ, 2003.- 713с.
	Муханова Б.	–	Єдина система, що складає із сегментів, що обслуговують різні типи ринків	Муханова Б. Теоретические основы и пути формирования рыночной инфраструктуры монография / Б.Муханова. М.: ИЭ РАН, 1994 – 162с.
	Зюкова І.	–	Сукупність видів діяльності, забезпечують ефективне функціонування об'єктів	Зюкова І. Инфраструктура маркетинга // Бизнес-информ.- 1998– №16.– С. 7980

Продовження додатку А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку” “ринкова інфраструктура”	
П'яти підхід-комплексний			ринкової економіки і їхню єдність у визначеному ринковому просторі	
	Мельник Л.Ю.	Склад дві спільного устрою економічного або політичного життя, що носять підпорядкований, допоміжний характер	Свідомо утворені елементи, певні установи, з допомогою яких реалізуються ринкові зв'язки між суб'єктами ринкової економіки	Основи економічної теорії загальнонавчальний посібник / Л.Ю. Мельник, М. Корецький, В. Огаренко та ін.; під заг. ред. Л.Ю. Мельника. К.: Центр навчальної літератури, 2008. – 528 с.
	Гриценко А., Соболев В.	Сукупність елементів, що забезпечують безперервне функціонування взаємозв'язаних об'єктів та суб'єктів даної системи	–	Гриценко А. Рыночная инфраструктура: сукупность функций, строение / Гриценко, А. Соболев // Экономика Украины. 1998. – №4. – С. 3544
	Башнянин Г.	–	Сукупність організаційно-правових форм, за допомогою яких здійснюється функціонування й поєднання в єдине ціле ринкових відносин	Башнянин Г. Політична економія / Г. І. Башнянин, Ф. Д. Лазур, В. Медведєв. К.: Нікацентр Ельга, 2005. – 25 с.
	Ніколенко Ю.	Сукупність галузей і підприємств, зайнятих обслуговуванням сукупного виробництва	–	Політекономія / підручник за заг. ред. Ю.В. Ніколенка. 3-тє вид. – К.: ЦУЛ, 2003. – 412 с.
	Кривенко К.	Сукупність галузей та підприємств, зайнятих обслуговуванням сукупного виробництва	–	Політична економія / навчальний посібник / К.Т. Кривенко, В. Савчук, О. Беляєв та ін.; за ред. К.Т. Кривенка. К.: КНЕУ, 2004. – 508 с.
	Ібрагімов А.	Сукупність організаційно-правових форм, що опосередковують рух матеріальних ресурсів та ділових відносин, пов'язуючи дані відносини в єдине ціле, не дивлячись на суб'єктивність та різноманітність	–	Ібрагімов А. Инфраструктура товарного рынка / Л.А. Ибрагимов. М.: Издво “ПРИОР”, 2001. – 416 с.
	Сисоева Ф.	–	Сукупність систем, організацій та технологій, що дозволяють учаснику фондового ринку підвищити ефективність та	Сисоева Ф. Инфраструктура российского фондового рынка: состояние, проблемы и решения / Ф. Сисоева, Е. Попова // Теория и практика функционирования финансовой и

Продовження додатку А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку” “ринкова інфраструктура”	
П'ятий підхід-комплексний			знизити ризики, пов'язані з операціями купівлі-продажу цінних паперів	денежно-кредитної системи Росії збірник статей міжнародної науково-практичної конференції (пятое заседание 25.11.2009 Воронеж : Научная книга, 2010. 386
	Голиков А.І., Олійник Я.Б., Степаненко В.	–	Комплекс елементів і видів діяльності, які створюють організаційно-економічні умови для функціонування ринкового механізму	Голиков А.І. Вступ до економічної і соціальної географії : підручник / А.І. Голиков, Я.Б. Олійник, А.В. Степаненко. – К.: Либідь, 1997. – 320 с.

Додаток Б

Таблиця Б.1 – Поелементний склад інфраструктури в розумінні вітчизняних і зарубіжних дослідників

Автори	Поелементний склад інфраструктури
Яно С.	Торгівля, транспорт, індустрія інформації і знань, зв'язок, управління, індустрія розваг, медицина, юриспруденція, фінанси, страхування
Іохімсен Р.	Матеріальна (всі види будівництва, зв'язок, енергетика); інституційна (витрати, пов'язані з діяльністю кредитно-фінансової системи, науково-дослідних інститутів); персональна (освіта, охорона здоров'я, обслуговування населення, культура, спорт та ін.)
Розенштейн-Родан П., Зінгер Х., Самуельсон П.	Накладний капітал, транспорт, зв'язок, енергетика
Пізенті А.	Дорожня мережа, транспортні засоби, землеустрій, меліорація, водо-, енерго-, електропостачання та ін.
Семенкова Т. Г.	Практично всі галузі народного господарства за винятком промисловості і сільського господарства і всі види діяльності за винятком галузей обслуговування
Новіков Д. Т., Нестеров Н. Д.	Всі галузі народного господарства, диференційовані на: обслуговуючі системи, що створюють умови для руху матеріальних і енергетичних потоків; обслуговуючі системи, для передачі інформації, що забезпечують розподіл і обіг засобів виробництва
Німецькі дослідники	Установки, мережі і потужності енергетики, водного господарства, дорожнього господарства і транспорту, пошта, житлове господарство, торгівлі та комунальні служби, установи освіти, охорони здоров'я, культури і спорту, регіональні управлінські структури, статистичні установи
Краснопольський Б. Х.	Виробничо-соціальна (зв'язок, транспорт, енергопостачання, водне господарство, матеріально-технічні засоби, науково-технічна підготовка території); суспільно-політична і управлінська (партії і суспільні організації, органи управління, фінансово-кредитні і страхові структури); соціальна (торгівля, охорона здоров'я, наука, освіта, культура, соцзабезпечення, житлово-комунальне господарство, побутове обслуговування)
Орешин В. П.	Транспорт, складське господарство, матеріально-технічні засоби, зв'язок, комунікаційне господарство, підприємства ділового характеру
Крамар А. В.	Транспорт, зв'язок, матеріально-технічні засоби, збут, заготівлі, складське господарство, енерго-, електро-, водопостачання, меліорація та іригація, ділові послуги
Шаріпов А. Ю., Зотова Т. Г.	Транспорт всіх видів, засоби зв'язку, матеріально-технічні засоби, заготівля і збут сільськогосподарської продукції, об'єкти електроенергетики
Мєдведев В. А.	Всі види транспорту, енергосистеми, інформаційне забезпечення
Кларк К.	Підрозділ економіки – інфраструктура: оптова та роздрібна торгівля, державні підприємства і установи, фінанси і нерухомість, транспорт і зв'язок, комунальне господарство (газо-, електро-, водопостачання)
Маркс К.	Засоби праці, що забезпечують загальні умови виробництва; матеріальні умови – робочі будівлі, канали, шляхи; прихований капітал – засоби зберігання виробничого запасу; комунікаційний капітал – засоби транспорту і зв'язку
Носова С. С.	Соціально-економічна, національна, галузева, регіонально-просторова, з урахуванням обліку чинника часу, за рівнем обхвату економічної системи (макроекономічна, мезоекономічна, мікроекономічна), за джерелами фінансування, за формою власності. Інформатика, електроенергетика, транспорт, зв'язок, комунальне обслуговування, освіта, охорона здоров'я, соціальне забезпечення
Картер А., Чернок А., Ерліх Д., Сіладі Ю.	Галузі загального призначення: енергосистеми, послуги транспорту, зв'язок, торгівля, житлове господарство
Хейман С. А.	Всі галузі, що створюють водне забезпечення, транспорт всіх видів, лінії електропередач, зв'язок, системи загального користування, матеріально-технічні засоби, заготівлі, збут, склади, холодильники, тара, ділове обслуговування (наладка, ремонт)

Продовження таблиці Б.1

Автори	Поелементний склад інфраструктури
Жамін В. А.	Кадрове забезпечення, виробниче та наукове забезпечення, інформаційне забезпечення економіки, охорона праці на виробництві, транспорт, зв'язок, будівництво, експлуатація доріг, портів, аеродромів, торгівля, матеріально-технічні засоби, природоохоронна техніка, виробничо-технічне управління, побутове обслуговування населення, складське господарство, енергозабезпечення
Сухова Л. Ф.	Транспорт, зв'язок, складське господарство, матеріально-технічні засоби, інформація, обчислювальна техніка, економіко-математичне програмування
Смірнов А. Д., Максимова В. Ф., Акуленок Д. Н., Мальков І. В. та ін.	Кредитно-емісійна система економіки, посередництво на товарних біржах, небіржове посередництво (ярмарки, аукціони та ін.), центри зайнятості населення, ділова комунікація, страхування, рекламні агентства, суспільні інститути ділових кіл, митна система, комерційно-виставкові комплекси, система вищої і середньої освіти, аудиторські і консультантські фірми, зони вільного підприємництва, різні фонди, що стимулюють ділову активність
Белявський І. К., Кулагіна Г. Д. та ін.	Торгово-складські приміщення, інформаційно-обчислювальна техніка, засоби зв'язку, транспортні засоби, трудові ресурси, виробничо-технічна база сфери послуг, сервіс, реклама, фінансово-кредитне забезпечення, упаковка
Клюня В. Л.	Державні фінанси: центральні та місцеві бюджети. Через держбюджет відбувається перерозподіл доходів, фінансування соціальних програм. Важливою частиною є система законодавства
Макконелл К. Р., Брю С. Л.	Капітальні споруди економіки: автомагістралі, мости, міські транспортні системи, водоочисні системи, муніципальні системи, водопостачання, аеропорти; локальні інструменти: фінансове і банківське обслуговування, перевезення вантажів, науково-дослідні роботи, вивіз виробничих відходів, водопостачання, електрозабезпечення
Мочерний С. В.	Банки, фондові і товарні біржі, інформаційні центри та ін.
Кривенко К. Т.	Виробнича, соціальна, ринкова (сфери обігу)
Рибалкін В. О., Бодров В. Г.	Загальна – обслуговування всієї структури ринку: грошова, фінансова, податкова і кредитна системи; спеціалізована – обслуговує безпосередньо сферу обігу товарів: біржі, аукціони, ярмарки, торгові дома і палати, страхові компанії, аудитори, підприємства галузей зв'язку та транспорту
Борисов Є. Ф.	Виробнича – галузі, що безпосередньо обслуговують матеріальне виробництво: транспорт, зв'язок, електропостачання; соціальна – пов'язана з матеріальним виробництвом: житлово-комунальне, побутове обслуговування, підприємства торгівлі, охорони здоров'я, освіти, туризму
Ніколенко Ю. В.	Організаційно-технічна, фінансово-кредитна та науково-дослідницька інфраструктури ринку; загальна, специфічна
Голіков А. П., Олійник Я. Б., Степаненко А. В.	Фонди розвитку й підтримки, комерційні банки, аудиторські фірми, лізингові компанії, асоціації підприємців, товарні біржі, торговельні будинки, біржі праці, фондові біржі, центри інформаційного обслуговування, бізнес-центри тощо

Додаток В

Таблиця В.1 – Поелементний склад структури фінансового ринку

Автор	Елементи	Піделементи
Дорошенко І. В. [62]	Ринок грошей	- кредитний ринок
	Ринок капіталів	- ринок акцій; - середньо- та довгостроковий кредитний ринок
Фабоцці Дж., Модільяні Е. [376]	Грошовий ринок	- обліковий; - міжбанківський; - валютний
	Ринок капіталів	–
Мозговий О. М. [177]	Грошовий ринок	- ринок грошей; - ринок короткострокових цінних паперів
	Фондовий ринок	- ринок середньо- та довгострокових цінних паперів
Берзон Н. І. [334]	Грошовий ринок	–
	Ринок капіталів	–
Бобров Є. А. [20]	Фондовий ринок	–
	Кредитний ринок	–
	Валютний ринок	–
Опарін В. М. [202]	Ринок грошей	- ринок короткострокових боргових зобов'язань
	Ринок капіталів	- ринок інструментів власності; - ринок довгострокових боргових зобов'язань
Василик О. Д. [29]	Валютний ринок	–
	Ринок кредитів	–
	Ринок цінних паперів	–
	Ринок фінансових послуг	–
Шелудько В. М. [349]	Грошовий ринок	- ринок короткострокових фінансових активів
	Ринок капіталів	- середньо- та довгострокові кредити та боргові цінні папери, інструменти власності
Маслова С. О., Опалов О. А. [161], Іванов В. М. [82];	Грошовий ринок	- обліковий ринок; - міжбанківський ринок; - валютний ринок
	Ринок капіталів	- кредитний ринок; - ринок цінних паперів
Корнеєв В. В., Глущенко С. В. [123]	Ринок запозиченого капіталу (кредитний ринок)	- ринок грошей; - ринок боргових зобов'язань
	Ринок залученого капіталу (ринок акцій)	- ринок похідних фінансових інструментів
	Валютний ринок	–
Іваницька О. М. [87]	Грошовий ринок	- обліковий; - міжбанківський ринок; - валютний ринок
	Ринок капіталів	- ринок цінних паперів; - кредитний ринок
	Строкові ринки	

Продовження таблиці В.1

Автор	Елементи	Піделементи
Бланк О. І. [18]	За видами фінансових активів	- кредитний ринок; - ринок цінних паперів; - валютний ринок; - страховий ринок; - золота
	За періодом обігу фінансових активів	- ринок грошей; - ринок капіталу
Ковальов В. В. [108]	Ринок грошових коштів	–
	Ринок капіталу	- ринок цінних паперів; - кредитний ринок
	Валютний ринок	–
	Ринок золота	–
Смолянська О. Ю. [305]	Ринок власних капіталів (ринок акцій)	- фондовий ринок (ринок цінних паперів)
	Ринок позикових капіталів	- ринок довгострокових позикових капіталів: ринок боргових зобов'язань, ринок середньо- та довгострокових кредитів; - ринок грошей: обліковий, міжбанківський, валютний
Васильєва В. В. [30]	Грошовий ринок	- ринок грошей; - валютний ринок; - ринок короткострокових кредитів
	Ринок капіталів	- ринок цінних паперів; - ринок середньо- та довгострокових банківських кредитів
Буднік М. М. [25]	Валютний ринок	–
	Кредитний ринок	- грошовий ринок
	Ринок цінних паперів	- ринок інструментів позики; - ринок інструментів власності

Додаток Г

Таблиця Г.1 – Порівняльна характеристика функцій інфраструктури на основі узагальнення досліджень російських вчених

Томіна Н. М.	Коношко Л. В.
<p>1. Організаційне оформлення економічних відносин.</p> <p>2. Допомога учасникам ділових відносин при реалізації їх інтересів.</p> <p>3. Забезпечення форми юридичного і економічного контролю, державного і суспільного регулювання ділової практики.</p> <p>4. Сприяння спеціалізації різних суб'єктів економіки, підвищенню ефективності і оперативності їх роботи на основі диференціації заповнюваних ними ринкових ніш</p>	<p>1. Інтеграція окремих елементів економіки в єдину економічну макросистему, підвищення взаємозв'язаності економіки в цілому і окремих її частин.</p> <p>2. Побудова взаємостосунків між окремими елементами економіки на підставі законів ринкового господарства.</p> <p>3. Надання агентам ринкового господарства спеціалізованих послуг із здійснення зв'язків з іншими елементами ринкової економіки, забезпечуючи нормальне функціонування останніх.</p> <p>4. Підвищення інформаційної забезпеченості господарських агентів.</p> <p>5. Надання органам управління економічної можливості ефективної регулятивної дії на ринковий сектор економіки</p>
Маєргойз І. М.	Шаріпов А. Ю.
Створення передумов і умов для матеріального виробництва і споживання, а також форм суспільної діяльності на даній території	Основними функціями галузей інфраструктури є виробничі послуги і забезпечення економічного обороту в народному господарстві
Федоров Ф. М.	Федько В. П.
<p>1. Економічна функція полягає в прискоренні обороту благ і послуг.</p> <p>2. Господарська функція полягає в наданні різноманітних послуг виробництву і населенню, а також в участі (у формі забезпечення необхідних умов) в створенні матеріальних і нематеріальних благ</p>	<p>1. Забезпечення тих або інших видів людської діяльності на певній території.</p> <p>2. Створення умов для промислових і сільськогосподарських підприємств регіону і для розміщення в ньому робочої сили і населення.</p> <p>3. Підготовка загальних умов для функціонування всього суспільного капіталу.</p> <p>4. Формування умов матеріального виробництва і споживання</p>
Тарасова Т. Г.	Платонов В. С., Стаханов В. Н.
Головне призначення інфраструктури бачить в служінні її «механізмом управління, засобом виразу державних, національних інтересів і їх проведення в економіці»	<p>1. Розподільча функція ринкової інфраструктури (здатність забезпечувати розподіл товарно-матеріальних цінностей, фінансових і трудових ресурсів по галузях і регіонах).</p> <p>2. Комунікаційна функція ринкової інфраструктури (організація еквівалентного обміну продуктами праці, будь-то товари, послуги, інформація і т.п.).</p> <p>3. Регулююча функція (відновлення і підтримка збалансованості попиту і пропозиції на різноманітних ринках)</p>
Гага В. А., Шабашев В. П., Шеховцев Г. В.	
<p>1. Торгівельно-посередницька діяльність, коли посередники виступають контрагентами в купівлі-продажу через всі форми торгівлі з урахуванням вивчення попиту і пропозиції на товари і послуги.</p> <p>2. Посередництво в реалізації товарів і організація господарських зв'язків, кооперації промислових підприємств в реалізації товарно-матеріальних цінностей і вторинних ресурсів.</p> <p>3. Інформування і організаційно-комерційні послуги: забезпечення комерційною, науково-технічною, економічною, правовою та іншою інформацією споживачів і виробників; вивчення попиту на окремі види послуг із замовлень підприємств; організаційно-правове та науково-технічне консультування споживачів і виробників.</p> <p>4. Виробничі послуги: перетворення виробничого асортименту продукції в споживчий, виготовлення продукції підвищеної виробничої готовності, монтаж устаткування та перевірка якості продукції, що поставляється; ремонт і відновлення різноманітних видів продукції; організація виконання замовлень на виготовлення різноманітної тари, нестандартних виробів і продукції.</p> <p>5. Транспортно-експедиторські послуги: доставка матеріалів і продукції споживачам з підприємств оптової торгівлі; посилочна відправка штучних і дрібних партій продукції; організація доставки матеріалів і продукції спеціальними видами транспорту.</p> <p>6. Фінансово-розрахункові і кредитні послуги: комерційне кредитування покупців і продавців; акумуляція грошових коштів; розрахункові операції.</p> <p>7. Орендні послуги: надання в оренду різноманітних приладів, інструментів, землі, складських та інших площ, тари і транспортних засобів</p>	

Продовження таблиці Г.1

Муханова О. Б.	Ржанов А. А.	Говорін А. А.
<p>1. Створення зовнішніх умов для більш ефективної роботи підприємств.</p> <p>2. Комплекс послуг з науково-технічного обслуговування.</p> <p>3. Забезпечення збалансованості макро- і мікроекономічних пропорцій.</p> <p>4. Комплекс послуг для внутрішнього і зовнішнього ринку.</p> <p>5. Забезпечення інформаційних послуг для основних суб'єктів ринку.</p> <p>6. Комплекс управлінських послуг з формування і функціонування ринкової інфраструктури.</p> <p>7. Екологічна функція.</p> <p>8. Соціальна функція</p>	<p>1. Зниження витрат при укладанні угод між господарськими одиницями, так званих «трансакційних витрат».</p> <p>2. Забезпечення стабільності і безперервності процесу виробництва товарів і надання послуг.</p> <p>3. Зниження витрат при просуванні і збуті товарів і послуг, а також прискорення цього процесу.</p> <p>4. Спрощення або гарантування виконання досягнутих договорів (контрактів) і, тим самим, підтримка стійких зв'язків між окремими суб'єктами ринку.</p> <p>5. Максимізація прибутку від використання вільних грошових коштів суб'єктів економіки за допомогою виконання брокерських або дилерських функцій</p>	<p>1. Створення загальних умов для ефективного функціонування структуроутворюючих галузей в народному господарстві в цілому, в регіонах, підприємств і об'єднань соціальної сфери.</p> <p>2. Системоутворююча функція, що сприяє забезпеченню єдності всіх фаз відтворення в народному господарстві в цілому.</p> <p>3. Забезпечення нерозривності раціональних товарних, грошових, інформаційних та інших потоків взаємозв'язаних між собою.</p> <p>4. Створення загальних умов для підвищення ефективності відтворення, для інноваційного процесу</p>

Додаток Е

Таблиця Е.1 – Огляд міжнародної практики створення мегарегуляторів

Країна	Мегарегулятор	Функції мегарегулятора
Великобританія	Financial Services Authority	З 1997 р. поетапно акумулює функції банківського нагляду (Bank of England. Supervision and Surveillance Division), регулювання та контролю над будівельними товариствами, інститутами цінних паперів, страхування, колективних інвестицій. Раніше ці функції виконувалися Building Societies Commission, Securities and Investments Board, Insurance Directorate of Department of Trade and Industry. Securities and Futures Authority, Personal Investment Authority, Investment Management Regulatory Organization, Friendly Societies Commission, Registrar of Friendly Societies
Австралія	Australian Securities and Investments Commission, Australian Prudential Regulation Authority	Регулювання та нагляд на ринку цінних паперів та інвестиційних трастів, захист інвесторів у всіх фінансових галузях, включаючи відносини страхових компаній та банків з клієнтами (Australian Securities and Investments Commission). Встановлення пруденційних стандартів та нагляд у банківському секторі, страховому ринку, пенсійного забезпечення, небанківських фінансово-кредитних організацій (Australian Prudential Regulation Authority). Вони існують разом із центральним банком під координуючим впливом Ради фінансових регуляторів (Council of Financial Regulators), яка має більше узгоджуючі повноваження
Канада	Office of the Superintendent of Financial Institutions	Встановлення регулятивних правил і нагляд за фінансовими інститутами, що реєструються на федеральному рівні (банки, небанківські кредитні організації, страхові компанії, трасти, інститути пенсійного приватного забезпечення)
Сінгапур	Monetary Authority of Singapore	Регулювання всього фінансового сектора, в тому числі і виконання функцій центрального банку. А через структурний підрозділ – Financial Supervision Group – функції нагляду та регулювання як фінансового ринку, так і ринку фінансових послуг
Швейцарія	Swiss Federal Banking Commission	Функції регулювання входу на ринок, встановлення правил та нагляду за банками, брокерами – дилерами, інвестиційними фондами, керованими банками, фондовими біржами, організаціями депозитарної і розрахунково-клірингової інфраструктури. Пенсійна і страхова галузі не входять у сферу регулювання
Казахстан	Board of the Agency of the Republic of Kazakhstan on regulation and supervision of financial market and financial organizations	Виконує класичні функції центробанку – такі, як побудова грошово-кредитної політики, валютне регулювання та контроль. Функції стратегії та аналізу, нагляду за суб'єктами ринку цінних паперів та накопичувальними пенсійними фондами; нагляду за суб'єктами страхового ринку та іншими фінансовими організаціями; ліквідації фінансових організацій
Японія	Financial Supervisory Agency (до червня 2000 р.)	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній та ринку цінних паперів (в тому числі перевірки, фінансові розслідування та прийняття санкцій)
Корея	Financial Supervisory-Commission	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній, небанківських фінансових інститутів та інститутів ринку цінних паперів
Угорщина	Hungarian Banking and Capital Market Supervision	Виконує наглядові функції у відношенні банків та ринку цінних паперів
Данія	Danish Financial Supervisory Authority	Здійснює зовнішні зв'язки та виконує забезпечуючі функції для трьох відомств (Danish Securities Council, Danish Insurance Council, Danish Pension Market Council), кожне з яких є наглядовим органом для фондового ринку, страхування та недержавного пенсійного забезпечення
Норвегія	Banking, Insurance and Securities Commission	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній, небанківських фінансових інститутів, пенсійних фондів та інститутів ринку цінних паперів
Швеція	Swedish Financial Supervisory Authority	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній, небанківських кредитних інститутів, інвестиційних фондів та інститутів ринку цінних паперів
Фінляндія	Financial Supervision	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній, небанківських кредитних інститутів, інвестиційних фондів та інститутів ринку цінних паперів, депозитарної системи

Продовження таблиці Е.1

Країна	Мегарегулятор	Функції мегарегулятора
Південна Африка	Financial Services Board	Здійснює наглядові та консультативні функції у відношенні інститутів ринку цінних паперів, страхування, недержавного пенсійного забезпечення, трастів та інших установ за виключенням банків
Латвія	Financial and Capital Market Commission	Здійснює нагляд за діяльністю банків, страхових компаній і страхових брокерів, учасників ринку фінансових інструментів, а також приватних пенсійних фондів. Забезпечує захист інтересів інвесторів, вкладників та застрахованих осіб
Словенія	ATVP	Здійснює контроль над брокерськими компаніями, інвестиційними банками, керуючими інвестиційних фондів, пенсійних фондів, державних компаній
Франція	Autorité des Marchés Financiers	Захист інвестицій у фінансові інструменти, та всіх інших заощаджень та інвестувань. Забезпечення того, щоб інвестори отримували інформаційні матеріали
Іспанія	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Забезпечення прозорості на ринку та правильного формування цін на фінансові інструменти, а також захист інвесторів. Сприяє розкриттю інформації, необхідної для досягнення цих цілей
Португалія	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	Сприяння ефективному і регулярному функціонуванню ринків. Здійснює управління ризиками та нагляд за інформацією, попередження і припинення протиправних дій
Бельгія	Commission Bancaire, Financière, et des Assurances	Відповідає за нагляд за фінансовим ринком та лістинговими компаніями, здійснює контроль за окремими категоріями фінансових установ та пенсійних фондів, нагляд за дотриманням фінансовими посередниками кодексу поведінки. Сприяння фінансовій освіті вкладників та інвесторів
Італія	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	Забезпечення прозорості та належної поведінки учасниками ринку цінних паперів; розкриття повної та достовірної біржової інформації інвесторам; контролює точність фактів, представлених в проспектах емісій та дотримання правил аудиторями, що ввійшли у спеціальний реєстр
Росія	Federal Financial Markets Service	Здійснює функції з контролю та нагляду, ліцензування та реєстрації на фінансовому ринку. Здійснює свою діяльність через власні територіальні органи. Відносно ринку цінних паперів здійснює контроль і нагляд, правозастосування
Ісландія	Fjármálaeftirlitid	Здійснює регулювання та контроль за діяльністю фінансових компаній
Греція	Hellenic Capital Market Commission	Здійснює нагляд за ринком капіталу, зокрема за діяльністю інвестиційних та фінансових компаній, компаній з управління взаємним фондом
Сербія	Republic of Serbia Securities Commission	Здійснює нагляд за ринком капіталу, процесами злиття та поглинання, діяльністю інвестиційних фондів
Македонія	Securities and Exchange Commission of the Republic of Macedonia	Здійснює регулювання та контроль за фондовим ринком. Забезпечує правову та ефективну систему функціонування ринку цінних паперів, а також захист прав інвесторів з метою постійного зміцнення суспільної довіри до інститутів ринку цінних паперів у країні. Здійснює контроль за повною документацією емітентів цінних паперів, вживає заходів щодо запобігання зловживанням на фондовому ринку. Дає згоду для призначення директорів юридичних осіб, які є учасниками ринку, у тому числі директора підрозділу в банку, що відповідає за виконання угод з цінними паперами, а також директорів інвестиційних компаній
Туреччина	Sermaye Piyasasi Kurulu	Здійснює регулювання і нагляд за клірингом, розрахунками та зберіганням, регулювання та контроль за обміном дорогоцінних металів, валюти, фінансових деривативів. Контроль за діяльністю фондових бірж, незалежних зовнішніх аудиторських компаній. Регулювання маржинальної торгівлі на інструменти ринку капіталу
Німеччина	Federal Financial Supervisory Authority	Здійснює наглядові та контрольні функції на фінансовому ринку, ліцензування різноманітних видів професійної діяльності за виключенням бірж. Здійснює правозастосувальні функції.
Нідерланди	Netherlands Authority for the Financial Markets	Здійснює нагляд за всіма фінансовими інститутами в галузі захисту прав інвесторів, прозорості та розкриття інформації про їх діяльність
США	U.S. Securities and Exchange Commission	Здійснює регулювання діяльності фінансових інститутів. Контролює страхові компанії, що здійснюють накопичувальне страхування

Додаток Ж

Таблиця Ж.1 – Нормативно-правові вимоги до ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів

Вид вимоги	Характеристика нормативної вимоги				
	Торговець цінними паперами	Реєстратор	Депозитарна діяльність		Організатор торгівлі
			депозитарію	зберігача	
Правова	Членство у СРО за відповідним видом професійної діяльності				
	Положення про провадження відповідного виду діяльності	Внутрішній порядок ведення системи реєстру власників іменних ЦП, Регламент здійснення діяльності з ведення реєстру власників іменних ЦП	Внутрішнє положення про депозитарну діяльність депозитарію, Регламент здійснення депозитарної діяльності депозитарію, Регламент щодо здійснення функцій номінального утримувача	Внутрішнє положення про депозитарну діяльність зберігача ЦП, Регламент здійснення депозитарної діяльності зберігача ЦП, Регламент щодо здійснення функцій номінального утримувача та інші	Правила організації та проведення біржових торгів, Правила лістингу та делістингу ЦП, Правила допуску членів фондової біржі та інших осіб до біржових торгів Правила котирування ЦП та оприлюднення їх біржового курсу, Правила розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення, та інші
			Положення про внутрішній аудит, Інструкції та правила користування засобами захисту інформації		
					Бути членом гарантійного фонду депозитарію
	Правила проведення внутрішнього фінансового моніторингу				
Майнова	Власність або користування нежитловим приміщенням повністю відокремленим від інших юридичних осіб				
	Вивіска з назвою та графіком роботи				
	загальна площа не < 20 кв.м	загальна площа не < 30 кв.м	загальна площа не < 400 кв.м	загальна площа не < 35 кв.м	загальна площа не < 100 кв.м, а при електронних торгах – не <50 кв.м
Приміщення складається з 3-х окремих кімнат: операційний зал, приміщення для роботи, архів		Окреме приміщення для торговельної зали			

Продовження таблиці Ж.1

Вид вимоги	Характеристика нормативної вимоги				
	Торговець цінними паперами	Реєстратор	Депозитарна діяльність		Організатор торгівлі
			депозитарію	зберігача	
Кадрова	3 сертифіковані фахівці (1 керівник + 2 працівники) за основним місцем роботи. Стаж роботи керівника – не менше 3 років на фондовому ринку України. Головний бухгалтер повинен відповідати професійним вимогам				
	Керівник не може одночасно працювати у інших професійних учасниках ФР, а сертифіковані фахівці – не більше ніж у 2-х.	Керівник не може одночасно працювати у інших професійних учасниках ФР, сертифіковані фахівці реєстратора не можуть одночасно працювати в іншому професійному учаснику ФР та поєднувати свою діяльність з іншою професійною діяльністю			
Економічна	Власний капітал не менший за зареєстрований статутний капітал, а через рік з отримання ліцензії – не менше 7 млн. грн.	Власний капітал не менший за зареєстрований статутний капітал			Власний капітал фондової біржі не <15 млн. грн.
		Статутний капітал не < 100 тис. грн.	Статутний капітал не < 7 млн. грн.	Статутний капітал не <15 млн. грн.	Частка статутного капіталу одного торговця не може бути > 5%
	Наявність окремого поточного рахунку окремо від власних коштів торговця та інших клієнтів	Частка у статутному капіталі зберігача не може бути >5%			Активи не можуть бути сформовані недержавними ЦП Прибуток спрямовується на розвиток і не розподіляється між власниками
Техніко-технологічна	Наявність обладнання та програмного забезпечення, які відповідають вимогам до його діяльності та обсягу інформації, в т.ч. пристрій для безперебійного електроживлення, не < 2 комп'ютерів, а також засоби зв'язку				
	Доступ до інформації з використанням паролів				
	Наявність охоронної та протипожежної сигналізації у приміщенні				
		Наявність охоронної та протипожежної сигналізації окремо у архіві	Наявність власного спеціального обладнаного сховища	Наявність два незалежних джерела електроживлення	Система звукопідсилення та візуального відображення Автоматизовані робочі місця (не <10)
Силова			Цілодобова охорона		Наявність електронної торговельної системи, сумісної з відповідними системами депозитарних та розрахункових установ
Інформаційна	Наявність сайту, який постійно оновлюється	Виготовлення контрольної копії реєстру на магнітному носії	Архівація даних стану рахунків та інформації щодо проведених операцій за кожен операційний день		Постійне оновлення даних на сайті в режимі реального часу

Додаток И

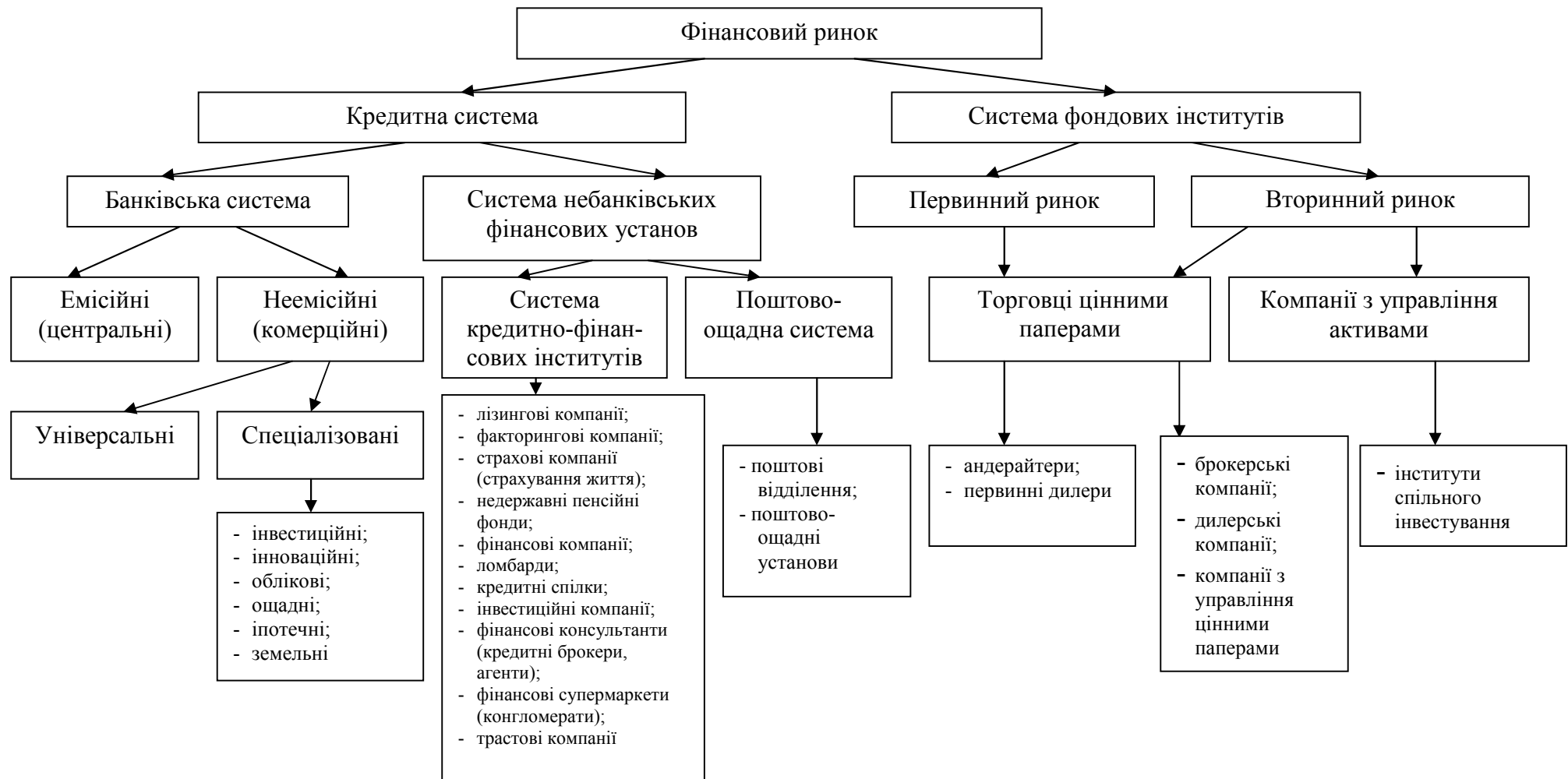


Рисунок И.1 – Система посередництва на фінансовому ринку (складено автором)

Додаток К

Таблиця К.1 – Характеристика банківських високотехнологічних продуктів та їх переваги та недоліки

Сутність технології	Переваги та недоліки системи для банку		Переваги та недоліки системи для клієнта	
	Переваги	Недоліки	Переваги	Недоліки
1. Система Інтернет-еквайрингу				
Даний сервіс дозволяє підприємцям і організаціям, які займаються продажем товарів і послуг в мережі Інтернет, приймати для оплати платіжні картки в режимі онлайн на своїх сайтах	Комісійна винагорода від інтернет-торговця за кожну операцію	Витрати на введення системи	Можливість здійснення операції в будь-який час доби	Збої в роботі системи
	Залучення до партнерства значної кількості клієнтів	Витрати на обслуговування кожної операції процесинговим центром	Здійснення оплати товарів та послуг без відвідування торговельно-сервісного підприємства	Можливість крадіжки даних по картці та подальше використання картки інтернет-шахраями
2. Система Інтернет-банкінгу				
Технологія віддаленого доступу до банківських рахунків, яка надає можливість отримання всього основного спектра послуг банку за допомогою мережі Інтернет	Економія робочого часу операціоніста на приймання та обробку документації	Витрати на придбання або створення системи та її впровадження	Онлайн здійснення банківського переказу грошей на рахунок	Комісійні витрати за кожну операцію
	Значимий фактор конкурентної боротьби за клієнта	Витрати на обслуговування системи	Отримання різноманітної довідкової інформації з банку	Можливі збої в роботі системи
3. Термінал самообслуговування				
Автономний, високотехнологічний програмний комплекс, який дає можливість власнику платіжної картки здійснити ряд операцій без допомоги операційного персоналу банку	Підвищується швидкість обслуговування клієнтів	Висока вартість платіжного терміналу та його комплектації	Якісне й оперативне банківське обслуговування без безпосереднього відвідування банку в будь-який час доби	Чимало терміналів не приймають порвані чи м'яті купюри
	Персонал звільняється від виконання касових операцій, що потребують значних витрат часу	Часткове недоотримання прибутку у зв'язку з низьким рівнем технічної грамотності населення	Можливість одержати інформацію довідкового характеру (розклад руху транспорту, пропозиції фірм тощо)	Низький рівень технічної грамотності населення
	Скорочуються витрати на проведення платежів		Можливість самостійно ознайомитися з інформацією про тарифи банку, адреси філій	
	Зменшуються операційні ризики		Зменшуються черги в касу	
	Зменшуються черги в касу		Можливість користатися банківськими послугами протягом 24 годин	
4. Система "Клієнт-Банк"				
Програмний комплекс, який дозволяє клієнту банку – юридичній особі, за допомогою модему та спеціального ключа здійснювати платежі без фізичного звернення до банку	Економія робочого часу операціоніста на приймання та обробку документації	Витрати на придбання або створення системи та її впровадження	Можливість роботи з власними рахунками, не виходячи з офісу	У деяких випадках потребує додаткового обладнання
	Значимий фактор конкурентної боротьби за клієнта	Витрати на обслуговування системи	Отримання різноманітної довідкової інформації з банку в єдиному вигляді	Комісійні витрати за користування системою
	Додаткова комісійна винагорода за використання системи	Витрати на навчання персоналу	Вибір обслуговуючого банку не залежить від територіального розміщення	Затрати робочого часу на вивчення правил користування системою

Продовження таблиці К.1

Сутність технології	Переваги та недоліки системи для банку		Переваги та недоліки системи для клієнта	
	Переваги	Недоліки	Переваги	Недоліки
5. War-банкінг та sms-банкінг				
Технологія віддаленого управління банківськими рахунками користувача, що здійснюється за допомогою мобільного телефону або портативного “кишенькового” комп’ютера, оснащеного спеціальним програмним забезпеченням на базі протоколу бездротової передачі даних	Мінімум обмеження в географії надання банківських послуг для клієнтів	Нерозвинутість War-банкінгу в Україні	Отримання інформації про платежі та надходження на рахунок, про баланс рахунку та останні здійснені платежі	SMS-повідомлення треба вводити в певному форматі
	Зняття плати за послуги SMS-повідомлень	Інформація про картку стає відомою операторам стільникового зв’язку і банки не можуть гарантувати конфіденційність цих операцій	Моментальне повідомлення про кожну, у тому числі несанкціоновану трансакцію	Оплата послуг SMS-повідомлень
	Нижча собівартість операцій порівняно з обслуговуванням клієнтів у відділеннях банку; зростання числа зацікавлених клієнтів		Відсутність потреби (з метою отримання оперативної інформації) телефонувати до банку або використовувати інші канали зв’язку, так як повідомлення надходять в автоматичному режимі	Інформація про картку стає відомою операторам стільникового зв’язку, і банки не можуть гарантувати конфіденційність цих операцій
	Низькі витрати, пов’язані з відсутністю необхідності залучення банком працівників для надання даних послуг чи представлення банківського продукту		Мінімум обмеження в географії надання банківських послуг для клієнтів, легкість налаштування	Несанкціонований доступ до даних за допомогою вірусних програм, при неправильному переході по посиланнях, що у свою чергу може призвести до пошкодження телефону
	Зростання числа зацікавлених клієнтів		Контроль за використанням коштів	Необхідність оплати war-трафіка
	Можливість виходу на ринок інших міст без відкриття там філії		Швидкий доступ до послуг банку незалежно від часу і місцезнаходження	
	War-сайти однаково відображаються на різних мобільних телефонах		Можливість через свій мобільний телефон доступу до інформації про банк, стан рахунку, загальну інформацію, курси валют	

Додаток Л

Таблиця Л.1 – Характеристика показників діяльності торговців цінними паперами, що обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку

Група показників	Назва показника	Розрахунок	Норматив
Показники ліквідності	Ліквідність за брокерською діяльністю	$ZC_{Дт} / СК$, де $ZC_{Дт}$ – загальна сума договорів, укладених торговцем цінними паперами з іншими торговцями цінними паперами, але не виконаних на день розрахунку (відкриті позиції); СК – статутний капітал торговця цінними паперами	не може перевищувати 10
		$ZC_{Дюф} / СК$, де $ZC_{Дт}$ – загальна сума договорів, укладених торговцем цінними паперами з юридичними та фізичними особами, але не виконаних на день розрахунку (відкриті позиції); СК – статутний капітал торговця цінними паперами	не може перевищувати 20
	Ліквідність за брокерською та дилерською діяльністю	$ZC_{Дюф} / СК$, де $ZC_{Дт}$ – загальна сума договорів, укладених торговцем цінними паперами з юридичними та фізичними особами, але не виконаних на день розрахунку (відкриті позиції); СК – статутний капітал торговця цінними паперами	не може перевищувати 30
	Ліквідність за андеррайтингом	$ZC_{Дюф} / СК$, де $ZC_{Дт}$ – загальна сума договорів, укладених торговцем цінними паперами з юридичними та фізичними особами, але не виконаних на день розрахунку (відкриті позиції); СК – статутний капітал торговця цінними паперами	не може перевищувати 20
	Ліквідність за брокерською, дилерською діяльністю та андеррайтингом	$ZC_{Дюф} / СК$, де $ZC_{Дт}$ – загальна сума договорів, укладених торговцем цінними паперами з юридичними та фізичними особами, але не виконаних на день розрахунку (відкриті позиції); СК – статутний капітал торговця цінними паперами	не може перевищувати 35
Показники капіталу	Мінімальний розмір власних коштів	$ВК = ОК + ДК$, де ВК – власні кошти торговця цінними паперами; ОК – основний капітал; ДК – додатковий капітал. $ОК = СК + РФ + ЕД + ІК$, де СК – фактично сплачений зареєстрований статутний капітал; РФ – резервні фонди, що створюються згідно із законодавством; ЕД – емісійні різниці (дохід); ІК – інший вкладений капітал. $ДК = ДА + БНА + НП + ІДК$, де ДА – дооцінка активів; БНА – безоплатно одержані необоротні активи; НП – нерозподілені прибутки; ІДК – інший додатковий капітал	не менше, ніж розмір статутного капіталу торговців цінними паперами

Продовження таблиці Л.1

Група показників	Назва показника	Розрахунок	Норматив
	Адекватність власних коштів	(ВК / Ар - ПЗ) x 100 %, де ВК – власні кошти торговця цінними паперами; Ар – активи, зважені на ризик; ПЗ – сума забезпечення за цінними паперами, сума забезпечення за безумовними зобов'язаннями або грошового покриття у вигляді застави або гарантії третіх осіб	не меншим, ніж 10 %
	Адекватність основного капіталу	ОК / Ар x 100 %, де ОК – основний капітал; Ар – активи, зважені на ризик	не меншим, ніж 4 %
Показники інвестування	Інвестування в цінні папери окремо за кожною юридичною особою	Кін/ ВК x 100 %, де Кін – активи торговців цінними паперами, що інвестуються на придбання цінних паперів окремо за кожною юридичною особою; ВК – власні кошти торговця цінними паперами	не має перевищувати 15 %
	Загальна сума інвестування	Кін /ВК x 100 %, де Кін – активи торговців цінними паперами, що інвестуються на придбання цінних паперів юридичних осіб; ВК – власні кошти торговця цінними паперами	не має перевищувати 90 %

Додаток М

Таблиця М.1 – Види професійної діяльності, що здійснюють учасники депозитарної системи України

Вид професійної діяльності	Сутність професійної діяльності	Суб'єкт, що здійснює професійну діяльність
Депозитарна діяльність	Діяльність професійних учасників депозитарної системи України та НБУ щодо надання послуг із зберігання та обліку цінних паперів, обліку і обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами та обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які провадять клірингову діяльність, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, депонентів, а також надання інших послуг, які відповідно до законодавства мають право надавати професійні учасники депозитарної системи України	Всі суб'єкти депозитарної системи
- депозитарна діяльність Центрального депозитарію	Діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів, розміщених в Україні та за її межами, та корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах клієнтів відповідно до компетенції щодо обліку цінних паперів	Центральний депозитарій - юридична особа, що функціонує у формі публічного акціонерного товариства з урахуванням особливостей, установлених законодавством
- депозитарна діяльність Національного банку України;	Діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу облігацій внутрішніх та зовнішніх державних позик України, цільових облігацій внутрішніх державних позик України, казначейських зобов'язань України, та облігацій місцевих позик, а також боргових цінних паперів, що посвідчують відносини позики органів місцевого самоврядування, які були розміщені за межами України, та обслуговування корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах клієнтів	Національний банк України – центральний банк України, особливим центральним органом державного управління, юридичний статус, завдання, функції, повноваження і принципи організації якого визначаються законодавством
- депозитарна діяльність депозитарної установи	Діяльність з депозитарного обліку та обслуговування обігу цінних паперів і корпоративних операцій емітента на рахунках у цінних паперах депонентів, а також на власному рахунку в цінних паперах, на якому обліковуються цінні папери, права на цінні папери та обмеження прав на цінні папери, що належать такій депозитарній установі	Депозитарною установою є юридична особа, що утворюється та функціонує у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю і яка в установленому порядку отримала ліцензію на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи
- діяльність із зберігання активів інститутів спільного інвестування	Діяльність із зберігання активів інститутів спільного інвестування (документів, що підтверджують право власності на активи інститутів спільного інвестування), обслуговування операцій інститутів спільного інвестування та здійснення контролю за їх діяльністю	Депозитарна установа
- діяльність із зберігання активів пенсійних фондів	Діяльність з обслуговування пенсійного фонду відповідно до Закону України "Про недержавне пенсійне забезпечення"	Депозитарна установа, НБУ

Додаток Н

Таблиця Н.1 – Використання розрахунково-клірингової діяльності в країнах-учасницях АЦДЄ

Країна	Визначення	Наявність ліцензії	Установи, що здійснюють кліринг
Азербайджан	Клірингова діяльність – професійна діяльність з визначення взаємних зобов'язань за угодами із цінними паперами (збір, перевірка, звірка інформації, підготовка бухгалтерських документів), з проведення розрахунків і забезпечення взаємного виконання зобов'язань	Так	Допускається суміщення клірингової діяльності з діяльністю фондової біржі на ринку цінних паперів або депозитарної та діяльності з ведення реєстру власників цінних паперів. При цьому діяльність фондової біржі може поєднуватися тільки з депозитарною та кліринговою діяльністю
Вірменія	Клірингова діяльність – визначення та залік зобов'язань, що виникли в результаті укладання угод на біржі, в тому числі збір та групування інформації про угоди	Так	Організації, що мають відповідну ліцензію, видану з боку Центрального банку. В даний час такою організацією у Вірменії є тільки Центральний депозитарій Вірменії
Білорусь	У нормативних правових актах Республіки Білорусь немає визначення клірингової діяльності	Так	Теоретично всі професійні учасники, які мають розмір власного капіталу не менше 2 млн євро
Грузія	Клірингова діяльність – взаємозалік вимог і зобов'язань при безготівкових розрахунках (відповідно до закону “Про Національний банк Грузії”). У Центрального Депозитарію цінних паперів Грузії в переліку основних функцій за законом про ринок цінних паперів зазначено, що він здійснює центральний кліринг і розрахунки по цінних паперах. При цьому визначення “центрального клірингу” відсутнє	Ні	Тільки Центральний Депозитарій може здійснювати клірингову діяльність. Разом з тим законодавство надає право комерційним банкам займатися діяльністю центрального депозитарію. Крім того, відсутня формальна заборона на клірингову діяльність для брокерів
Казахстан	Кліринг за угодами з фінансовими інструментами – залік взаємних вимог і зобов'язань сторін, що беруть участь у розрахунках, що здійснюються в результаті здійснення угод з фінансовими інструментами (відповідно до закону “Про ринок цінних паперів”)	Ні	Одна з функцій Центрального депозитарію прямо прописана в законодавстві. Однак прямої заборони на здійснення цієї діяльності іншими учасниками фондового ринку немає
Киргизстан	Клірингова діяльність – професійна діяльність на ринку цінних паперів з визначення взаємних зобов'язань (збір, звірка, коригування інформації з операцій з цінними паперами і підготовка бухгалтерських документів по них) та їх заліку з поставок цінних паперів і розрахункам по них	Ні	Депозитарій – організація, що має ліцензію професійного учасника ринку цінних паперів на здійснення депозитарної діяльності, що веде рахунки депо учасників клірингу і здійснює переказ цінних паперів за результатами клірингу на підставі доручень клірингової організації. Клірингова діяльність може здійснюватися тільки на підставі ліцензії професійного учасника ринку цінних паперів, яка передбачає здійснення клірингової діяльності. Професійні учасники ринку цінних паперів мають право суміщати діяльність по організації торгівлі та / або депозитарну діяльність на ринку цінних паперів з кліринговою діяльністю на ринку цінних паперів. (Положення про клірингову діяльність на ринку цінних

Продовження таблиці Н.1

Країна	Визначення	Наявність ліцензії	Установи, що здійснюють кліринг
Молдова	Розрахунково-клірингова діяльність – діяльність, що здійснюється професійним учасником ринку цінних паперів, яка зводиться до здійснення операцій зі збору, звірки, коригування інформації про угоди купівлі- продажі цінних паперів, до підготовки документів для виконання угод, заліку взаємних зобов'язань професійних учасників ринку цінних паперів в рамках проведення розрахунків з цінними паперами за угодами, а також до здійснення розрахунків шляхом передачі грошових коштів і цінних паперів (відповідно до Закону “Про ринок цінних паперів”)	Так	паперів в Киргизькій Республіці) Розрахунково-клірингова діяльність здійснюється: - центральним депозитарієм – за операціями з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, включеними в список центрального депозитарію; - фондовою біржею – за операціями з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, зареєстрованими на фондовій біржі і не включеними в список центрального депозитарію
Росія	Клірингова діяльність – діяльність з визначення взаємних зобов'язань (збір, звірка, коригування інформації з операцій з цінними паперами і підготовка бухгалтерських документів по них) та їх заліку з поставок цінних паперів і розрахункам по них (відповідно до Закону “Про ринок цінних паперів”)	Так	Допускається суміщення депозитарної і клірингової діяльності, а також діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів та клірингової діяльності. Організатор торгів (фондова біржа) має право суміщати свою діяльність з кліринговою діяльністю, пов'язаною із здійсненням клірингу за операціями з цінними паперами та інвестиційними паями пайових інвестиційних фондів (п. 4. ст. 11 Закону “Про ринок цінних паперів”)
Узбекистан	Розрахунково-клірингова діяльність – діяльність з визначення взаємних зобов'язань (збір, звірка, коригування інформації з операцій з цінними паперами і підготовка бухгалтерських документів по них) та їх заліку з поставок цінних паперів і розрахунків за ними. Розрахунково-клірингові палати приймають до виконання підготовлені при визначенні взаємних зобов'язань цінні папери, грошові кошти та бухгалтерські документи на підставі договорів, укладених з учасниками ринку цінних паперів, для яких провадяться розрахунки (відповідно до Закону “Про ринок цінних паперів”)	Так	Допускається суміщення розрахунково-клірингової діяльності з депозитарною діяльністю або діяльністю організатора торгів на ринку цінних паперів. На практиці тільки один організатор електронних позабіржових торгів (Міжбанківська торгова система), крім діяльності організатора торгів, здійснює розрахунково-клірингові операції за угодами з цінними паперами
Україна	Клірингова діяльність – діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів (інформації) для проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів. (ст. 19-1 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”). Кліринг – визначення взаємних зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, у тому числі шляхом нетінгу (ст. 1 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”)	Так	Згідно зі ст. 1 Закону “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” ліцензію на здійснення клірингу за операціями з цінними паперами Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку видає депозитаріям, згідно зі ст. 8 цього ж Закону, ліцензії на здійснення розрахунково-клірингової діяльності видаються виключно депозитаріям. Організатори торгівлі (за фінансовими інструментами) діють без додаткової ліцензії (ст. 20 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”)

Додаток П

Таблиця П.1 - Порівняння клірингової діяльності з іншими видами діяльності

Порівнювана діяльність	Загальні риси	Відмінні риси
Розрахунково-депозитарна	Розрахунково-депозитарна діяльність продовжує клірингову діяльність в тому сенсі, що здійснює перекази активів для виконання зобов'язань, гарантованих кліринговою організацією	Розходження в об'єктах діяльності: якщо основним об'єктом клірингової діяльності є зобов'язання, що підлягають виконанню, то для розрахунково-депозитарної діяльності таким об'єктом виступають розрахункові інструкції (платіжні доручення, доручення депо тощо)
	Розрахунково-депозитарна діяльність доповнює клірингову діяльність в тому сенсі, що здійснює перекази для виконання зобов'язань між учасниками клірингу та їх клієнтами по операціях, які мали відношення до клірингової організації	Відмінності в цілях: якщо метою клірингової діяльності є виконання зобов'язань перед учасниками, які сумлінно виконали свої зобов'язання перед кліринговою організацією, то для розрахунково-депозитарної діяльності такою метою виступає проведення розрахунків на підставі отриманих розрахункових інструкцій і з належним ступенем остаточності, але без будь-яких гарантій перед одержувачем у разі відсутності у постачальника активів, необхідних для проведення розрахунків
	Розрахунково-депозитарна діяльність перетинається з кліринговою діяльністю в рамках процедур DVP	Відмінності щодо участі в процедурах DVP Відмінності в ризиках: якщо ризики клірингової організації пов'язані, в основному, з прийняттям на себе ризиків учасників і носять переважно фінансовий характер (що вимагає відповідних систем управління ризиками), то ризики розрахунково-депозитарної діяльності є більшою мірою операційними, тобто керованими - переважно шляхом розумної технічної політики, ретельної внутрішньої регламентації, капіталізації, страхування тощо
Банківська	Історично кліринг і як термін, і як функція, виник стосовно грошових розрахунків	Зміст клірингу платіжних доручень відрізняється від змісту неттінгу в ході клірингу
	Термінологія, пов'язана з "клірингом", застосовується у банківській (платіжній) діяльності, що іноді навіть створює певну двозначність	Якщо кліринг у банківській сфері найчастіше називається "клірингом доручень", це практично ідентично за своїм змістом неттінгу (тобто не виходить за межі формування заліку платіжних доручень і пов'язаних з цим процедур), то кліринг на фінансових ринках за своїм інструментарієм далеко виходить за рамки неттінгу

Продовження таблиці П.1

Порівнювана діяльність	Загальні риси	Відмінні риси
Біржова	З функціональної точки зору, наявність клірингу сприяє як нормальному функціонуванню біржових ринків в цілому, так і за певних умов підвищує конкурентоспроможність окремих бірж	Відмінності в структурах участі: не завжди учасники торгів (дилери та брокери, які обслуговують клієнтів) є учасниками клірингу і навпаки
	З організаційної точки зору, клірингові функції спочатку розвивалися біржами. До цих пір багато клірингових організацій функціонують як підрозділи бірж, а якщо вони виділені в окремі юридичні особи, то найчастіше входять до складу тих чи інших біржових груп (“вертикальна інтеграція”), істотно підвищуючи їх капіталізацію	Потенційні відмінності в інтересах (навіть за наявності вертикальної інтеграції): якщо клірингова організація прагне розширити коло виконаних операцій та охопити більшу кількість інструментів і ринків (в розумних межах), то біржа зацікавлена в конкурентоспроможності своїх інструментів
	З технологічної точки зору, існує постійний обмін інформацією між торговими та кліринговими системами, в т. ч. в режимі реального часу	Відмінності в ризиках: біржі, які не є кліринговими організаціями, не несуть тих ризиків (насамперед, фінансових), які несуть клірингові організації
Брокерсько-дилерська	Посередники є головними, якщо не єдиними, споживачами послуг клірингу: вони є безпосередніми контрагентами клірингової організації як центральний контрагент	Відмінності в ризиках: ризики учасників носять, як правило, односторонній характер (наприклад, чиста купівля або чистий продаж), тоді як позиція клірингової організації як центрального контрагента в нормальних умовах є “ризик-нейтральною”
	Клірингова організація як центральний контрагент сама в певному сенсі є посередником, виступаючи стороною угод, виконуючи зобов’язання перед учасниками ринку, здійснюючи операції на ринку, що необхідні для врегулювання ситуацій неспроможності	Відмінності в мотивації: діяльність посередників направлена на максимізацію доходу та / або досягнення інших подібних результатів, а діяльність клірингової організації, як інфраструктурного інституту – на досягнення (крім усього іншого) більш загальних цілей (повноцінне функціонування ринків)
	Навіть незважаючи на деяку тенденцію до комерціалізації клірингу, клірингові організації продовжують функціонувати переважно як інфраструктурні інститути, що об’єднують (в тій чи іншій формі) посередників	
	Посередники можуть виконувати ті чи інші клірингові функції за операціями своїх клієнтів	
	У ході управління ризиками існують певні функції, які можуть виконуватися як кліринговими організаціями, так і посередниками, наприклад, контроль за дотриманням тих чи інших лімітів	

Додаток Р

Таблиця Р.1 – Характеристика провідних торгових майданчиків світу та України (складено автором)

Біржа	Характеристика	Ринок	Види цінних паперів, що допущені до торгів	Основні індекси
Лондонська фондова біржа	Основний майданчик LSE – це головний ринок для різних за розміром британських і іноземних компаній, що представляють усі галузі та сектори економіки. Компанії можуть бути допущені до лістингу на основному майданчику в сегментах «Преміум» або «Стандарт». Для лістингу в сегменті «Преміум» встановлено жорсткіші правила, що стосуються дотримання нормативно-правових вимог, а також вимог до розкриття інформації, в порівнянні із мінімальними стандартами ЄС, що застосовуються при лістингу в сегменті «Стандарт»	Основний ринок	- акції; - депозитарні розписки	- біржові індекси FTSE, що включають іноземних емітентів; - індекс FTSE 100; - індекс FTSE 250; - індекс FTSE All-Share; - індекс ринку технологічних компаній FTSE techMARK; - індекс 15 найбільших за розміром ринкової капіталізації російських компаній (ГДР) FTSE Russia IOB
	Альтернативний майданчик (AIM) - це міжнародний ринок LSE для невеликих швидкозростаючих компаній	Альтернативний майданчик	- акції	- індекс FTSE AIM UK 50 Index; - індекс FTSE AIM 100 Index; - індекс FTSE AIM All-Share Index; - індекси, побудовані на основі галузевої класифікації: FTSE AIM All-share Supersector Indices
NYSE Euronext (США)	NYSE Euronext є власником і оператором Нью-Йоркської фондової біржі - найбільшого світового ринку за обсягом торговельних операцій з акціями	NYSE	- акції; - депозитарні розписки	- промисловий індекс Доу-Джонса; - загальний індекс NYSE composite; - індекс енергетичних компаній NYSE Energy; - індекс S&P 500
NASDAQ OMX	Біржа NASDAQ залучає швидкозростаючі компанії переважно з технологічної галузі, включаючи сектори біотехнологій і біофармацевтики	NASDAQ	- акції; - депозитарні розписки	- індекс NASDAQ 100; - індекс NASDAQ OMX 100; - індекс обраних компаній NASDAQ Global Select Market composite; - індекс S&P 500
Гонконгська фондова біржа	Основний майданчик підходить солідним компаніям, які відповідають вимогам до рівня прибутку і фінансовому стану компанії і прагнуть до залучення додаткових коштів	Основний майданчик	- акції; - депозитарні розписки	- індекс HangSeng Index
	Майданчик, що призначений для швидкозростаючих компаній і відкритий для іноземних компаній	Майданчик зростаючих компаній	- акції	

Продовження таблиці Р.1

Біржа	Характеристика	Ринок	Види цінних паперів, що допущені до торгів	Основні індекси
Московська біржа	Найбільша в Росії та Східній Європі за обсягом торгів і кількістю клієнтів біржова Група. Входить до ТОП-20 провідних світових майданчиків за обсягом торгів цінними паперами та сумарної капіталізації торгованих акцій	Основний ринок, ринки Standard і Classica	- акції; - облігації; - державні цінні папери	- індекс ММВБ; - індекс РТС; - індекси ринку пенсійних накопичень; - капіталізаційні індекси; - галузеві індекси; - індекс державних облігацій RGBI; - індекс корпоративних облігацій MICEX CBI; - індекс муніципальних облігацій MICEX MBI; - індикатори грошового ринку; - російський індекс волатильності; - індекси RTS Oil
ПФТС	Технологічно складається з «Ринку котирувань» та «Ринку заявок». Також в ПФТС проводяться аукціони з продажу цінних паперів Фондом державного майна України, компаніями, що проводять первинне розміщення (ІРО) власних цінних паперів, або навпаки, розпродають власні активи в цінних паперах	Основний ринок	- акції; - цінні папери ІСІ; - державні цінні папери; - облігації місцевих позик; - облігації підприємств; - ощадні сертифікати	- індекс ПФТС; - індекс ПФТС-Cbonds; - індекс ПФТС-Cbonds/TR
Українська біржа	Відбуваються торги цінними паперами вітчизняних емітентів та надання послуги Інтернет-трейдингу	Основний ринок	- акції; - цінні папери ІСІ; - державні цінні папери	- індекс UX
	Здійснюються торги ф'ючерсними та опціонними контрактами на ф'ючерс на індекс українських акцій UX	Строковий ринок	- ф'ючерси; - опціони	

Додаток С

Таблиця С.1 – Дані щодо обсягу укладених угод з цінними паперами емітентів ВВП-утворюючих галузей за період з 01.01.2012 р. по 30.06.2012 р. (складено автором на основі [92])

Код	Назва підприємства	Обсяг угод	Вид економічної діяльності	Зауваження для відбору. Відповідно (+) позитивні, (-) негативні фактори
CEEN	Центренерго, ПАТ	282966304	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	(+) Висока ліквідність акцій
DOEN	Донбасенерго, ПАТ	33859557	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	(+) Висока ліквідність акцій
DNON	ДТЕК Дніпрообленерго, ПАТ	2664312	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
ZAEN	ДТЕК Західенерго, ПАТ	1272896	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
DNEN	Дніпроенерго, ПАТ	540813	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
ODEN	Одесаобленерго, ВАТ	431500	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
VIEN	Вінницяобленерго, ПАТ	412900	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
HMON	Хмельницькобленерго, ПАТ	391400	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
ZAON	Запоріжжяобленерго, ВАТ	357700	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
KREN	ДТЕК Крименерго, ПАТ	310858	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
KIGA	Київоблгаз, ПАТ	208730	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
CHEN	Чернівціобленерго, ПАТ	175005	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
KIEN	Київенерго, ПАТ	111414	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
LVON	Львівобленерго, ПАТ	97900	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
HOEN	ЕК Херсонобленерго, ПАТ	54500	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
ZOEN	Закарпаттяобленерго, ПАТ	38100	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
KION	Кіровоградобленерго, ПАТ	37600	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
KGGZ	Кіровоградгаз, ВАТ	20010	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
HGAZ	Хмельницькгаз, ПАТ	9900	виробництво та розподілення електроенергії, газу та води	Галузь представлена. Акції в резерві
UTLM	Укртелеком, ПАТ	9052741	діяльність транспорту та зв'язку	(+) Висока ліквідність, монополіст галузі
SGOK	Північний ГЗК, ПАТ	21243746	добувна промисловість	(-) Низький free-float, акцій
CGOK	ЦГЗК, ПАТ	5664458	добувна промисловість	(-) Низький free-float, акцій
PGOK	Полтавський ГЗК, ВАТ	2676762	добувна промисловість	(+) Високий free-float акцій + ліквідність
SHCHZ	Шахтоуправління Покровське, ПАТ	2062233	добувна промисловість	(+) Високий free-float акцій + ліквідність
SHKD	ДТЕК Шахта Комсомолець Донбасу, ПАТ	757941	добувна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
KSOD	Кримський содовий завод, ПАТ	104065	добувна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
MGZC	Марганецький ГЗК, ПАТ	104044	добувна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
NFER	Нікопольський завод феросплавів, ПАТ	47692	добувна промисловість	(-) Низький free-float, акцій
KSTL	АрселорМіттал Кривий Ріг, ПАТ	32400	добувна промисловість	(-) Низький free-float, акцій, низька ліквідність;
RTGR	РІТЕЙЛ ГРУП, ПАТ	359500	інші види економічної діяльності	Не можливо визначити free-float
USCB	Укрсоцбанк, ПАТ	124120343	оплата послуг фінансових посередників	(+) нормальний free-float акцій, висока ліквідність
BAVL	Райффайзен Банк Аваль, АТ	89941392	оплата послуг фінансових посередників	Галузь представлена. Акції в резерві

Продовження таблиці С.1

Код	Назва підприємства	Обсяг угод	Вид економічної діяльності	Зауваження для відбору. Відповідно (+) позитивні, (-) негативні фактори
NKRED	Банк Національний кредит, ПАТ	1582586	оплата послуг фінансових посередників	Галузь представлена. Акції в резерві
FORM	Банк Форум, ПАТ	1520075	оплата послуг фінансових посередників	Галузь представлена. Акції в резерві
GARL	УСК Гарант-Лайф, ПАТ	752920	оплата послуг фінансових посередників	(-) Низький free-float, акцій
NADR	КБ Надра, ПАТ	200000	оплата послуг фінансових посередників	(-) Сумнівна корпоративна політика
SORN	НАСК "Оранта", ВАТ	64500	оплата послуг фінансових посередників	(-) Низька ліквідність
KRDB	Кредобанк, ПАТ	10024	оплата послуг фінансових посередників	(-) Низька ліквідність
LUAZ	АК Богдан Моторс, АТ	1292425	оптова та роздрібна торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	(+) Значний free-float, висока ліквідність
AVTO	Українська автомобільна корпорація, ПАТ	775891	оптова та роздрібна торгівля; ремонт автомобілів, побутових виробів та предметів особистого вжитку	Галузь представлена. Акції в резерві
GFARM	Галичфарм, АТВТ	528582	охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	(+) Найбільш ліквідні акції; (-) Важко визначити показник free-float
FARM	Фармак, ПАТ	70000	охорона здоров'я та надання соціальної допомоги	(-) Низька ліквідність
MSICH	Мотор Січ, АТ	377621761	переробна промисловість	(+) Найбільш ліквідні акції галузі
ALMK	Алчевський металургійний комбінат, ПАТ	229362955	переробна промисловість	(+) Найбільш ліквідні акції галузі
AVDK	Авдіївський коксохімічний завод, ПАТ	159404343	переробна промисловість	(+) Найбільш ліквідні акції галузі
ENMZ	Єнакієвський металургійний завод, ПАТ	105342748	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
AZST	МК Азовсталь, ПАТ	86798655	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
UNAF	Укрнафта, ПАТ	41444304	переробна промисловість	Стратегічне підприємство. Включено до розрахунку в категорію "інші види економічної діяльності"
SVGZ	Стахановський вагонобудівний завод, ВАТ	14295789	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
KVBZ	Крюківський вагонобудівний завод, ПАТ	11214077	переробна промисловість	(+) Висока капіталізація
STIR	Концерн Стирол, ПАТ	10195817	переробна промисловість	Стратегічне підприємство. Включено до розрахунку в категорію «інші види економічної діяльності»
YASK	Ясинівський коксохімічний завод, ПАТ	9436870	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
HRTR	Харцизький трубний завод, ПАТ	5074764	переробна промисловість	Стратегічне підприємство. Включено до розрахунку в категорію «інші види економічної діяльності»
LTPL	Луганськтепловоз, ПАТ	4532221	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
ALKZ	Алчевський коксохімічний завод, ПАТ	911451	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
MZVM	Маріупольський завод важкого машинобудування, ПАТ	864192	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
DNSH	Дніпрошина, ВАТ	556005	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
KRHLB	Кримхліб, ПАТ	522500	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
MTBD	Мостобуд, ПАТ	490479	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
MMKI	Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча, ПАТ	470152	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
DMKD	Дніпровський металургійний комбінат ім.Ф.Е.Дзержинського, ПАТ	438600	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
ZHEN	ЕК Житомиробленерго, ПАТ	385928	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в

Продовження таблиці С.1

Код	Назва підприємства	Обсяг угод	Вид економічної діяльності	Зауваження для відбору. Відповідно (+) позитивні, (-) негативні фактори
				резерві
ZPST	Запоріжсталь, ВАТ	304836	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
NVTR	Інтерпайп Новомосковський трубний завод, ВАТ	276746	переробна промисловість	Галузь представлена. Акції в резерві
SLAV	ПБК Славутич, ПАТ	210898	переробна промисловість	(+) Єдиний представник харчової галузі
SMASH	Сумське машинобудівне НВО ім.Фрунзе, ПАТ	205428	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
HMBZ	Харківський машинобудівний завод Світло шахтаря, ПАТ	137250	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
KRAZ	АвтоКрАЗ, ПАТ	105624	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
DTRZ	Дніпропетровський трубний завод, ПАТ	105300	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
DRRZ	Донецький рудоремонтний завод, ПАТ	97250	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
TATM	Турбоатом, ВАТ	92000	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
KNST	Криворізький турбінний завод Констар, ПАТ	91327	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
SZLV	Суднобудівний завод Залів, АТ	74490	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
CRGR	Креатив Груп, ПАТ	72000	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
DNSS	Дніпроспецсталь, ПАТ	69840	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
NITR	ІНТЕРПАЙП Нижньодніпровський трубопрокатний завод, ВАТ	56627	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
AZGM	Азовгазальмаш, ВАТ	50660	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
KFTP	Слов'янські шпалери КФТП, ПАТ	49800	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
DRMZ	Дружківський машинобудівний завод, ПАТ	35500	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
ZHMZ	Житомирський маслозавод, ПАТ	30000	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
KMED	Київмедпрепарат, ВАТ	27330	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
KRDM	Кременчуцький завод дорожніх машин, ПАТ	24800	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
DOMZ	Донецький металургійний завод, ПАТ	24156	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
NKMZ	Новокраматорський машинобудівний завод, ПАТ	23000	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
LSHP	Трест Луганськшахтопроходка, ПАТ	19430	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
ENMA	Енергомашспецсталь, ПАТ	10400	переробна промисловість	(-) Низька ліквідність
RAZT	Рівнеазот, ПАТ	100360	сільське господарство, мисливство, лісове господарство;	(+) достатньо ліквідні акції, єдиний представник суміжної галузі
YATS	Яготинський райагротехсервіс, ПАТ	27913	сільське господарство, мисливство, лісове господарство;	(+) Єдиний представник галузі; (-) Низька ліквідність

Додаток Т

Таблиця Т.1 – Пропозиції щодо розподілу регулятивного навантаження залежно від наданих послуг

Група	Вид діяльності	Послуги	Основні вимоги до діяльності	Вимоги до власних коштів		Звітність
				Мінімальні ¹	Пруденційні	
1 (низькі вимоги до діяльності)	Інвестиційне консультування	Інвестиційне консультування	Функціональна придатність, конфлікт інтересів, атестація персоналу	100 тис. грн. та страхування відповідальності на 1 млн грн.	Відсутні	2 рази на рік
	Управління цінними паперами	Інвестиційне консультування Дискреційне управління портфелем	Функціональна придатність, конфлікт інтересів, атестація персоналу	7 млн грн. ²	Відсутні	2 рази на рік (або більше залежно від розміру активів в управлінні)
	Брокерська (I)	Інвестиційне консультування Отримання, передача доручень іншим брокерам	Функціональна придатність, найкраще виконання, конфлікт інтересів, атестація персоналу	1 млн грн.	Відсутні	4 рази на рік
	Дилерська (I)	Операції за свій рахунок (в тому числі на біржі)	Атестація персоналу	500 тис. грн.	Відсутні	2 рази на рік
2 (середні вимоги до діяльності)	Брокерська (II)	Інвестиційне консультування Отримання, передача, виконання доручень Маржинальне кредитування Максимальних зусиль (Best efforts) андеррайтинг	Функціональна придатність, найкраще виконання, конфлікт інтересів, управління ризиками, атестація персоналу	7 млн ³	Існують	Щомісячно або частіше
3 (високі вимоги до діяльності)	Брокерська (III)	Інвестиційне консультування Отримання, передача, виконання доручень Маржинальне кредитування Інтернаціоналізація Максимальних зусиль, твердих зобов'язань (Firm commitment) андеррайтинг Функції клірингового брокера	Функціональна придатність, найкраще виконання, конфлікт інтересів (в т.ч. при розміщенні), управління ризиками, атестація персоналу	10 млн грн.	Існують	Щомісячно або частіше
	Дилерська (II)	Операції за свій рахунок (в тому числі на біржі) Маркет-мейкер Андеррайтинг за свій рахунок	Управління ризиками, атестація персоналу	15 млн грн.	Існують	Щомісячно або частіше

¹ Мінімальний розмір може включати в себе страхову суму

² Вимоги до власного капіталу можуть збільшуватися залежно від суми активів в управлінні

³ Вимоги до власного капіталу даної групи брокерів та вимоги до власного капіталу депозитарію повинні бути однаковими

Додаток У

Таблиця У.1 – Статистичні показники, розраховані для авторегресійних моделей, що описують щоденні прирости середньозважених процентних ставок міжбанківського кредитного ринку України за період з 2008 по 2012 роки

Порядок авторегресії	Рівень значущості параметра авторегресії (p-value)											F	DW	Fтабл.
	c	a1	a2	a3	a4	a5	a6	a7	a8	a9	a10			
2012 рік														
1	0,92	0,00										19,59	1,83	3,88
2	0,99	0,00	0,00									23,84	2,01	3,03
3	0,91	0,00	0,00	0,75								15,81	2,00	2,64
4	0,88	0,00	0,00	0,47	0,00							14,68	2,00	2,41
5	0,90	0,00	0,00	0,60	0,01	0,66						11,72	2,00	2,25
6	0,89	0,00	0,00	0,57	0,01	0,86	0,48					9,79	1,99	2,14
7	0,88	0,00	0,00	0,43	0,01	0,80	0,28	0,22				8,58	1,97	2,05
8	0,90	0,00	0,00	0,40	0,00	0,69	0,07	0,05	0,02			8,32	2,03	1,98
9	0,87	0,00	0,00	0,55	0,00	0,96	0,1	0,26	0,13	0,05		7,9	2,01	1,92
10	0,87	0,00	0,00	0,50	0,00	0,96	0,07	0,24	0,08	0,13	0,35	7,16	2,00	1,87
2011 рік														
1	0,73	0,00										13,69	1,89	3,88
2	0,71	0,00	0,01									10,48	2,03	3,03
3	0,70	0,00	0,06	0,00								10,49	2,00	2,64
4	0,67	0,00	0,04	0,01	0,16							8,40	1,99	2,41
5	0,64	0,00	0,02	0,00	0,33	0,03						7,74	1,93	2,25
6	0,64	0,00	0,02	0,01	0,50	0,01	0,05					7,18	1,94	2,14
7	0,65	0,00	0,01	0,01	0,36	0,01	0,02	0,13				6,49	1,98	2,05
8	0,60	0,00	0,02	0,00	0,30	0,00	0,05	0,21	0,18			5,96	1,95	1,98
9	0,59	0,00	0,03	0,00	0,45	0,01	0,03	0,31	0,10	0,13		5,56	1,94	1,92
10	0,59	0,00	0,02	0,00	0,63	0,00	0,03	0,18	0,06	0,06	0,08	5,34	2,02	1,87
2010 рік														
1	0,82	0,00										38,35	2,05	3,88
2	0,76	0,00	0,34									19,88	1,99	3,03
3	0,82	0,00	0,33	0,64								13,02	2,00	2,64
4	0,89	0,00	0,37	0,91	0,49							10,14	1,96	2,41
5	0,81	0,00	0,44	0,76	0,80	0,03						8,95	2,02	2,25

Продовження таблиці У.1

Порядок авторегресії	Рівень значущості параметра авторегресії (p-value)											F	DW	Fтабл.
	c	a1	a2	a3	a4	a5	a6	a7	a8	a9	a10			
6	0,74	0,00	0,46	0,85	0,71	0,02	0,40					7,93	1,91	2,14
7	0,92	0,00	0,68	0,75	0,46	0,02	0,38	0,45				6,73	1,91	2,05
8	0,84	0,00	0,49	0,26	0,43	0,02	0,22	0,05	0,01			5,84	2,03	1,98
9	0,75	0,00	0,66	0,23	0,28	0,02	0,26	0,04	0,01	0,70		5,63	2,01	1,92
10	0,62	0,00	0,27	0,39	0,22	0,01	0,24	0,06	0,00	0,43	0,63	5,42	1,98	1,87
2009 рік														
1	0,85	0,00										12,28	2,07	3,88
2	0,89	0,01	0,01									9,98	2,00	3,03
3	0,95	0,01	0,01	0,90								6,60	2,00	2,64
4	0,96	0,01	0,00	0,65	0,07							5,71	1,95	2,41
5	0,99	0,00	0,00	0,88	0,02	0,00						6,88	1,91	2,25
6	0,96	0,00	0,02	0,85	0,07	0,00	0,00					7,78	2,03	2,14
7	0,93	0,00	0,01	0,77	0,07	0,00	0,00	0,30				6,81	2,00	2,05
8	0,91	0,00	0,01	0,73	0,08	0,00	0,00	0,28	0,80			5,93	2,00	1,98
9	0,88	0,00	0,02	0,45	0,27	0,00	0,00	0,48	0,45	0,03		5,86	2,06	1,92
10	0,82	0,00	0,01	0,35	0,08	0,00	0,00	0,37	0,21	0,16	0,00	6,44	2,01	1,87
2008 рік														
1	0,77	0,95										0,00	1,94	3,88
2	0,77	1,00	0,37									0,40	1,92	3,03
3	0,76	0,93	0,34	0,24								0,74	1,94	2,64
4	0,76	0,95	0,33	0,25	0,73							0,58	1,93	2,41
5	0,75	0,95	0,32	0,23	0,71	0,66						0,50	1,93	2,25
6	0,75	0,93	0,32	0,20	0,78	0,62	0,31					0,59	1,95	2,14
7	0,70	0,95	0,30	0,20	0,66	0,52	0,35	0,07				0,98	1,96	2,05
8	0,66	0,78	0,36	0,23	0,64	0,64	0,44	0,08	0,07			1,26	1,95	1,98
9	0,64	0,70	0,45	0,20	0,67	0,66	0,39	0,10	0,08	0,26		1,26	1,94	1,92
10	0,60	0,64	0,52	0,16	0,62	0,63	0,38	0,08	0,10	0,27	0,26	1,26	1,95	1,87

Таблиця У.2 – Статистичні показники, розраховані для авторегресійних моделей, що описують щоденні прирости середньозваженого валютного курсу міжбанківського валютного ринку України за період з 2008 по 2012 роки

Порядок авторегресії	Рівень значущості параметра авторегресії (p-value)											F	DW	Fтабл.
	c	a1	a2	a3	a4	a5	a6	a7	a8	a9	a10			
2012 рік														
1	0,86	0,00										42,96	2,10	3,88
2	0,88	0,00	0,04									23,73	2,01	3,03
3	0,86	0,00	0,02	0,37								15,95	2,01	2,64
4	0,90	0,00	0,01	0,04	0,00							14,40	2,02	2,41
5	0,83	0,00	0,01	0,03	0,00	0,19						11,78	1,98	2,25
6	0,89	0,00	0,01	0,04	0,00	0,37	0,63					9,68	2,00	2,14
7	0,92	0,00	0,01	0,05	0,00	0,45	0,43	0,45				8,32	2,00	2,05
8	0,90	0,00	0,01	0,06	0,01	0,51	0,35	0,32	0,46			7,30	1,98	1,98
9	0,98	0,00	0,01	0,05	0,01	0,53	0,32	0,32	0,40	0,76		6,31	2,00	1,92
10	0,96	0,00	0,01	0,06	0,01	0,48	0,48	0,41	0,59	0,71	0,18	5,91	2,00	1,87
2011 рік														
1	0,36	0,02										5,43	2,03	3,88
2	0,31	0,01	0,14									3,79	2,01	3,03
3	0,31	0,01	0,07	0,07								3,69	2,03	2,64
4	0,27	0,00	0,05	0,04	0,11							3,46	1,99	2,41
5	0,27	0,01	0,08	0,05	0,15	0,52						2,77	1,98	2,25
6	0,15	0,00	0,05	0,04	0,10	0,71	0,04					3,15	2,05	2,14
7	0,08	0,00	0,03	0,03	0,09	0,82	0,03	0,25				3,27	1,97	2,05
8	0,11	0,00	0,07	0,03	0,11	0,77	0,04	0,29	0,55			2,58	1,99	1,98
9	0,10	0,00	0,05	0,03	0,09	0,73	0,06	0,32	0,47	0,43		2,42	2,01	1,92
10	0,08	0,00	0,06	0,02	0,05	0,87	0,06	0,36	0,48	0,40	0,87	2,33	2,00	1,87
2010 рік														
1	0,85	0,00										19,52	1,96	3,88
2	0,78	0,00	0,34									9,98	1,97	3,03
3	0,54	0,00	0,51	0,18								6,66	2,07	2,64
4	0,36	0,00	0,51	0,14	1,00							3,09	1,95	2,41
5	0,43	0,00	0,81	0,16	0,66	0,08						3,32	1,99	2,25
6	0,54	0,00	0,74	0,39	0,66	0,08	0,81					2,48	1,95	2,14
7	0,46	0,00	0,53	0,20	0,35	0,08	0,48	0,03				3,14	1,99	2,05
8	0,34	0,00	0,30	0,21	0,12	0,21	0,45	0,01	0,51			2,81	1,97	1,98

Продовження таблиці У.2

Порядок авторегресії	Рівень значущості параметра авторегресії (p-value)											F	DW	Fтабл.
	c	a1	a2	a3	a4	a5	a6	a7	a8	a9	a10			
9	0,38	0,00	0,33	0,18	0,14	0,16	0,41	0,01	0,36	0,47		2,60	1,95	1,92
10	0,28	0,00	0,59	0,12	0,30	0,13	0,90	0,00	0,32	0,36	0,85	2,53	2,00	1,87
2009 рік														
1	0,83	0,38										0,78	2,01	3,88
2	0,73	0,48	0,00									5,876	1,93	3,03
3	0,84	0,29	0,00	0,56								3,275	1,85	2,64
4	0,61	0,08	0,00	1,00	0,15							4,501	2,00	2,41
5	0,62	0,10	0,00	0,95	0,17	0,70						3,523	2,00	2,25
6	0,68	0,10	0,00	0,83	0,23	0,86	0,65					2,409	2,01	2,14
7	0,68	0,12	0,00	0,78	0,24	0,64	0,76	0,13				2,36	2,00	2,05
8	0,79	0,15	0,00	0,74	0,50	0,43	0,90	0,26	0,37			2,21	2,03	1,98
9	0,91	0,28	0,00	0,56	0,48	0,84	0,61	0,46	0,58	0,75		1,809	2,02	1,92
10	1,00	0,40	0,00	0,58	0,40	0,86	0,99	0,31	0,97	0,86	0,32	1,862	2,01	1,87
2008 рік														
1	0,35	0,11										2,54	1,92	3,88
2	0,28	0,08	0,11									2,52	1,88	3,03
3	0,36	0,11	0,17	0,07								2,79	1,89	2,64
4	0,32	0,13	0,16	0,09	0,39							2,27	1,90	2,41
5	0,35	0,15	0,14	0,08	0,43	0,44						1,92	1,90	2,25
6	0,31	0,15	0,13	0,07	0,40	0,50	0,41					1,71	1,90	2,14
7	0,30	0,15	0,13	0,07	0,42	0,51	0,40	0,77				1,47	1,89	2,05
8	0,47	0,16	0,20	0,07	0,53	0,76	0,53	0,99	0,00			2,46	1,96	1,98
9	0,49	0,16	0,21	0,07	0,53	0,75	0,52	0,96	0,00	0,84		2,17	1,95	1,92
10	0,19	0,22	0,19	0,07	0,43	0,73	0,29	0,70	0,01	0,82	0,00	3,47	1,92	1,87

Таблиця У.3 – Статистичні показники, розраховані для авторегресійних моделей, що описують щоденні прирости індексу ПФТС за період з 2008 по 2012 роки

Порядок авторегресії	Рівень значущості параметра авторегресії (p-value)											F	DW	Fтабл.
	c	a1	a2	a3	a4	a5	a6	a7	a8	a9	a10			
2012 рік														
1	0,18	0,00										104,9	1,85	3,88
2	0,11	0,00	0,04									55,25	2,01	3,03
3	0,09	0,00	0,17	0,48								36,57	1,99	2,64

Продовження таблиці У.3

Порядок авторегресії	Рівень значущості параметра авторегресії (p-value)											F	DW	Fтабл.
	c	a1	a2	a3	a4	a5	a6	a7	a8	a9	a10			
4	0,11	0,00	0,19	0,45	0,80							27,50	2,00	2,41
5	0,15	0,00	0,22	0,54	0,57	0,14						22,41	2,01	2,25
6	0,19	0,00	0,22	0,58	0,62	0,43	0,39					18,63	2,00	2,14
7	0,19	0,00	0,24	0,56	0,63	0,44	0,35	0,68				15,80	2,00	2,05
8	0,23	0,00	0,23	0,55	0,61	0,40	0,32	0,58	0,72			13,69	2,00	1,98
9	0,26	0,00	0,24	0,53	0,59	0,40	0,31	0,61	0,98	0,52		12,08	1,98	1,92
10	0,18	0,00	0,28	0,49	0,66	0,37	0,28	0,50	0,87	0,26	0,30	11,24	2,01	1,87
2011 рік														
1	0,11	0,00										26,12	1,96	3,88
2	0,09	0,00	0,35									13,45	1,99	3,03
3	0,07	0,00	0,38	0,61								9,10	2,00	2,64
4	0,07	0,00	0,40	0,57	0,89							6,65	2,00	2,41
5	0,07	0,00	0,41	0,56	0,89	0,95						5,29	2,00	2,25
6	0,07	0,00	0,43	0,58	0,96	0,65	0,32					4,54	1,99	2,14
7	0,04	0,00	0,44	0,56	0,95	0,64	0,42	0,39				4,11	2,00	2,05
8	0,04	0,00	0,50	0,55	0,92	0,70	0,46	0,31	0,85			3,53	2,00	1,98
9	0,06	0,00	0,56	0,61	0,89	0,71	0,50	0,36	0,70	0,08		3,48	2,05	1,92
10	0,12	0,00	0,66	0,77	0,96	0,76	0,51	0,44	0,77	0,51	0,00	4,67	1,95	1,87
2010 рік														
1	0,33	0,00										50,44	1,91	3,88
2	0,30	0,00	0,09									26,69	1,99	3,03
3	0,30	0,00	0,08	0,64								17,87	2,00	2,64
4	0,33	0,00	0,10	0,91	0,46							13,46	2,00	2,41
5	0,36	0,00	0,10	0,91	0,60	0,74						10,72	1,99	2,25
6	0,30	0,00	0,12	0,90	0,76	0,24	0,04					9,73	1,97	2,14
7	0,36	0,00	0,09	0,93	0,75	0,20	0,01	0,15				8,65	2,02	2,05
8	0,42	0,00	0,18	0,93	0,79	0,20	0,03	0,75	0,03			8,31	2,01	1,98
9	0,44	0,00	0,18	0,99	0,83	0,21	0,03	0,70	0,08	0,48		7,40	2,01	1,92
10	0,47	0,00	0,13	0,99	0,67	0,25	0,03	0,70	0,06	0,98	0,11	6,95	1,99	1,87
2009 рік														
1	0,10	0,00										17,39	2,05	3,88
2	0,14	0,00	0,11									10,09	2,02	3,03
3	0,18	0,00	0,24	0,09								7,71	2,02	2,64
4	0,23	0,00	0,30	0,20	0,08							6,55	2,02	2,41

Продовження таблиці У.3

Порядок авторегресії	Рівень значущості параметра авторегресії (p-value)											F	DW	Fтабл.
	c	a1	a2	a3	a4	a5	a6	a7	a8	a9	a10			
5	0,26	0,00	0,35	0,23	0,15	0,23						5,48	1,99	2,25
6	0,22	0,00	0,29	0,19	0,13	0,15	0,17					4,86	2,01	2,14
7	0,21	0,00	0,28	0,18	0,12	0,15	0,22	0,64				4,16	2,00	2,05
8	0,23	0,00	0,24	0,22	0,15	0,18	0,20	0,49	0,31			3,74	2,03	1,98
9	0,31	0,00	0,19	0,14	0,24	0,27	0,12	0,36	0,68	0,00		4,32	1,94	1,92
10	0,25	0,00	0,16	0,18	0,35	0,20	0,18	0,50	0,54	0,00	0,01	4,62	2,01	1,87
2008 рік														
1	0,00	0,00										9,51	1,98	3,88
2	0,00	0,00	0,45									5,07	2,00	3,03
3	0,00	0,00	0,49	0,94								3,24	2,00	2,64
4	0,00	0,00	0,46	0,99	0,87							2,34	2,00	2,41
5	0,00	0,00	0,42	0,90	0,97	0,42						1,91	1,99	2,25
6	0,00	0,00	0,44	0,93	0,95	0,45	0,78					1,66	1,99	2,14
7	0,00	0,00	0,42	0,91	0,97	0,44	0,73	0,64				1,49	1,99	2,05
8	0,00	0,00	0,39	0,95	0,95	0,46	0,74	0,58	0,59			1,33	1,99	1,98
9	0,00	0,00	0,41	0,90	0,78	0,50	0,80	0,49	0,43	0,26		1,28	2,00	1,92
10	0,00	0,00	0,36	0,99	0,90	0,65	0,85	0,43	0,49	0,25	0,58	1,01	2,02	1,87

Додаток Ф

Таблиця Ф.1 – Критерії оцінки фондової біржі

Суб'єкти, що оцінюють	Критерії оцінки
Професійні учасники ринку	<ul style="list-style-type: none"> - форма організаційного устрою; - ступінь ефективності ринку; - вартість біржової операції; - правила організації торгівлі; - кількість продавців і покупців; - кількість укладених угод; - якість обслуговування та оформлення біржових операцій; - наявність якісної інфраструктури; - технологія проведення торгів і укладання угод; - порядок вступу, виходу та виключення з членів біржі; - кількісні обмеження на членство біржі; - гласність і публічність торгів і здійснюваних операцій; - регламент вирішення спорів, що виникають у зв'язку із здійсненням торгів; - правила допуску учасника ринку до торгів; - правила, що обмежують маніпулювання цінами; - швидкість здійснення угод і взаєморозрахунків; - розклад надання послуг організатором торгівлі
Емітенти	<ul style="list-style-type: none"> - наявність торгової, розрахункової та депозитарної систем; - правила організації торгівлі та організаційний устрій біржі; - права та обов'язки фондової біржі; - регламент включення до списку цінних паперів, допущених до обігу на біржі; - регламент лістингу та делістингу; - забезпечення гласності та публічності торгів і здійснюваних операцій; - регламент вирішення спорів, що виникають у зв'язку із здійсненням торгів; - правила, що обмежують маніпулювання цінами; - розклад надання послуг організатором торгівлі; - регламент внесення змін і доповнень до правил торгівлі; - список цінних паперів, допущених до торгів
Інституційні інвестори	<ul style="list-style-type: none"> - правила організації торгівлі; - кількість фінансових інструментів, представлених до торгів; - кількість продавців і покупців; - кількість укладених угод; - кількість учасників ринку; - наявність розвинутої системи обслуговування та оформлення біржових операцій; - наявність якісної інфраструктури; - технологія проведення торгів і укладання угод; - організаційний устрій біржі; - ступінь ефективності ринку; - вартість біржової операції; - інформаційна забезпеченість інфраструктури
Індивідуальні інвестори	<ul style="list-style-type: none"> - правила організації торгівлі; - кількість продавців і покупців; - кількість торгових агентів; - інформаційна забезпеченість учасників ринку; - наявність розвинутої інфраструктури; - низькі комісійні ціни; - вартість біржової операції; - прозорість біржових операцій; - швидкість розрахунків за угодами; - форма організаційного устрою
Держава	<ul style="list-style-type: none"> - учасник фінансової системи держави; - інструмент формування фондового ринку; - інструмент регулювання процесів на фондовому ринку; - інструмент обслуговування державного боргу; - інструмент ціноутворення; - інструмент трансформації заощаджень в інвестиції; - інструмент перерозподілу ресурсів

Додаток X

Таблиця X.1 – Нормалізовані значення показників

Роки	Частка організованого ринку в грошовому еквіваленті (F_{11})	Кількість інфраструктурних суб'єктів (F_{12})	Кількість інфраструктурних суб'єктів, задіяних у виконанні угоди (F_{13})	Наявність Центрального депозитарію (F_{14})	Наявність єдиної біржової системи (F_{15})	Кількість випусків фінансових інструментів, представлених до торгів (F_{21})	Обсяг виконаних угод (F_{22})	Кількість рахунків власників цінних паперів (F_{23})	Кількість облікових операцій на ринку (F_{24})	Вартість укладення угоди (F_{25})	Термін укладення біржової угоди (F_{31})	Жорсткість державного регулювання (F_{32})	Прозорість біржових операцій (F_{33})	Цінність інформації або інформаційна забезпеченість інфраструктури (F_{34})	Рівень довіри до інфраструктури (F_{35})	Кількість виявлених порушень в діяльності інфраструктурних суб'єктів (F_{36})	Виконання фінансовими посередниками функцій інфраструктурних суб'єктів (F_{37})
2007	0,06	0,00	0,00	0,00	0,00	0,35	0,00	1,00	0,00	1,00	0,00	0,50	0,50	0,50	1,00	0,00	0,00
2008	0,06	1,00	0,00	0,00	0,00	0,47	0,07	0,90	0,01	0,70	0,67	0,50	0,50	0,50	0,50	0,44	0,00
2009	0,05	0,88	0,50	0,00	0,00	0,00	0,18	0,83	0,05	1,00	0,67	0,50	1,00	0,50	0,00	0,26	0,00
2010	0,11	0,88	0,50	0,00	0,00	0,03	0,44	0,54	0,52	0,36	0,67	1,00	1,00	0,50	0,00	0,04	0,00
2011	0,13	0,66	0,50	0,00	0,00	0,49	0,80	0,13	0,75	0,36	1,00	1,00	1,00	0,50	0,50	1,00	0,50
2012	0,13	0,38	1,00	0,50	0,00	1,00	1,00	0,00	1,00	0,00	1,00	1,00	1,00	0,50	0,50	0,92	0,50